



3 1761 1155465 2



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544652>

CA1
FN73
- M56

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2002 —



This 1995 \$200 gold coin, designed by artist John Mantha, celebrates the Canadian tradition of producing maple syrup. Canada's First Peoples taught the early colonists how to gather the sap from the sugar maple and boil it down to produce syrup and sugar. Sugaring off soon became a Canadian rite of spring, and the traditional family-operated sugar bush is still an important part of this unique agricultural industry.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

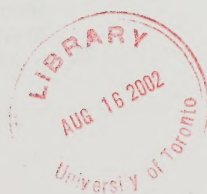
4911
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2002 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.*

Over the past decade, Canada has made major economic strides. We now have a solid anchor for monetary policy, and inflation expectations are well grounded. . . . The inflation target and a floating exchange rate work well together—indeed, they reinforce each other. This approach has worked extraordinarily well for us. . . . And we expect that it will continue to provide the foundation for a prosperous future.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
20 February 2002

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	8
3. Financial Developments	14
Policy actions	14
Exchange rate and monetary conditions	17
Other financial developments	18
4. The Outlook for Inflation	20
International background	20
Aggregate demand and supply in Canada	22
Measures of inflation expectations	23
Other factors affecting inflation	24
Implications of money growth for inflation	24
Inflation projection	26
5. Conclusions	27
Bibliography	28

Technical Boxes

1. The Current Economic Cycle in Canada	11
2. Long-Term Interest Rate Volatility and Inflation Expectations	16
3. The Current Economic Cycle in the United States	21

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001. In this last case, the extension was to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of the range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

At the time of last November's *Monetary Policy Report*, two issues dominated the analysis: the global economic slowdown and the fallout from the September terrorist attacks. The Bank's January 2002 *Update* described geopolitical developments as having evolved positively and consumer confidence as having improved. The most likely outlook projected for the Canadian economy in the *Update* was modest growth in the first half of the year, followed by a significant pickup in the pace of activity as the year progressed. The downside risk of sluggish growth persisting throughout 2002 was countered on the upside by the possibility of robust growth early in the year if confidence levels were restored quickly.

Recent information indicates that the recovery in the Canadian economy began sooner and has been considerably stronger than anticipated in January. With confidence returning quickly, stimulus from both monetary and fiscal policy has led to strong growth in consumption expenditures and new residential construction. Canadian exports have also been stronger than anticipated, as a result of greater-than-expected growth in the United States. The growth in final sales in the fourth quarter of last year was met largely out of inventories, a situation that is underpinning production in early 2002.

With stronger aggregate demand growth in the fourth quarter of last year and in the first quarter of 2002, levels of activity are higher than anticipated, implying that the economy is operating with less excess supply than was previously expected. Core inflation in early 2002 is also somewhat above our earlier projections.

While a strong economic recovery appears underway, there are still uncertainties in the outlook, most notably how quickly and strongly business fixed investment will rebound, and how political developments in the Middle East may affect crude oil prices and the global economy.

The challenge for monetary policy over the remainder of this year and through 2003 is to help the economy move back to, and then sustain, levels of production at capacity by taking actions aimed at achieving the Bank's 2 per cent target for inflation control. This means reducing, in a timely and measured manner, the substantial amount of monetary stimulus now in place.

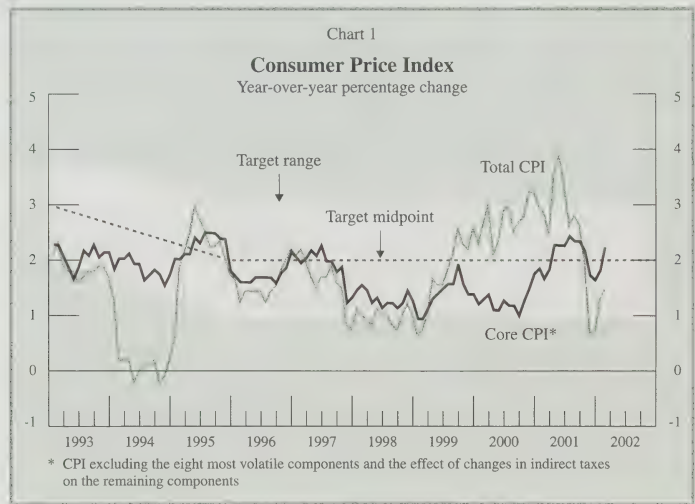
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Since last autumn, core CPI inflation has, on average, been close to the 2 per cent target midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range. The rate of increase in the total CPI has fallen sharply to below 2 per cent, reflecting the marked declines in world energy prices over the past year.

Inflation and the target range

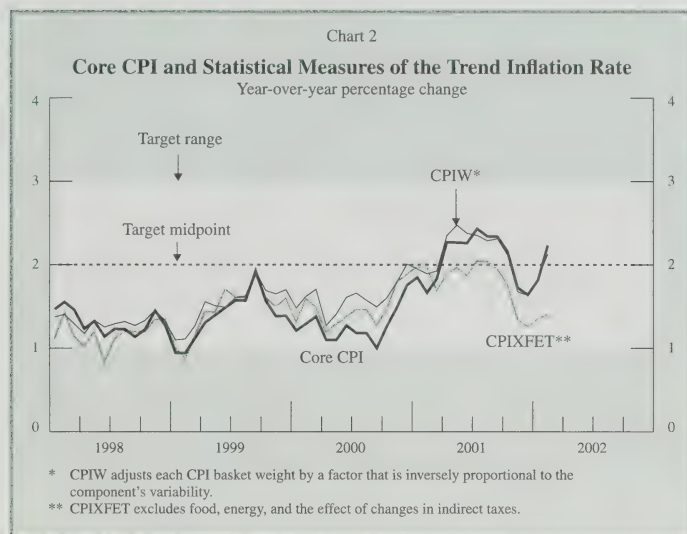
Since last autumn, core inflation has, on average, been close to the 2 per cent midpoint of the Bank's target range . . .

Core inflation, which had hovered around 2.3 per cent from the spring to the autumn of 2001, decreased to around 1.7 per cent, on average, over the November-January period, before rising back to 2.2 per cent in February (Chart 1).¹ Other measures of the trend rate of inflation were lower than or equal to the core rate (Chart 2).



The February level of core inflation, at 2.2 per cent, was somewhat higher than expected. Part of this surprise reflected a change in the timing of certain seasonal price increases (for such items as

1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



clothing and footwear and certain travel-related services) and is therefore expected to reverse soon.² Another factor was the effect on food prices of the depreciation of the Canadian dollar over the past two years. With the economy still estimated to be in a position of modest excess supply, core inflation is expected to decline in coming months to just below 2 per cent.

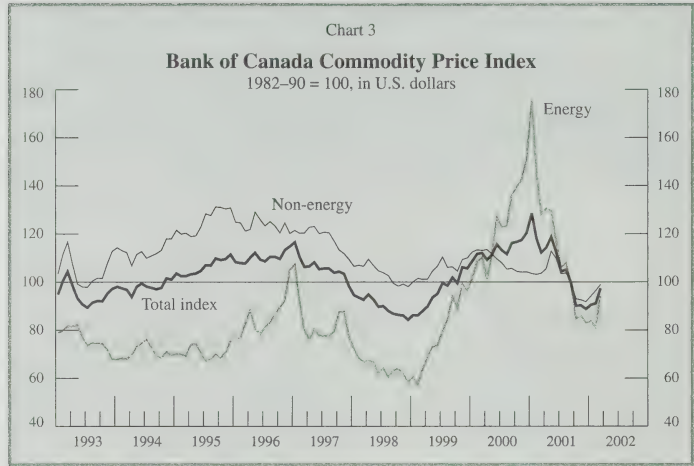
The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.5 per cent in February, down markedly from 2.6 per cent in September. This drop stemmed mainly from the sizable decline in the prices of oil and natural gas from the high levels of a year ago.

The prices of non-energy commodities, after declining markedly in the second half of 2001 because of weaker global demand, have begun to pick up (Chart 3). Buoyant demand contributed to substantial gains in lumber and cattle prices,³ while production cutbacks and indications of recovering world demand have led to improved prices for base metals.

... while the rate of increase in the total CPI has fallen sharply

2. An additional, though expected, factor behind the temporary rise in the core rate in February was the unusually low electricity prices of a year ago. These were the result of a temporary provincial government credit program for customers in British Columbia, which had a downward impact on electricity prices in February and March of 2001.

3. Also contributing to upward pressure on lumber prices were production cutbacks resulting from the imposition of duties on exports of softwood lumber to the United States.



Factors at work on inflation

Aggregate demand

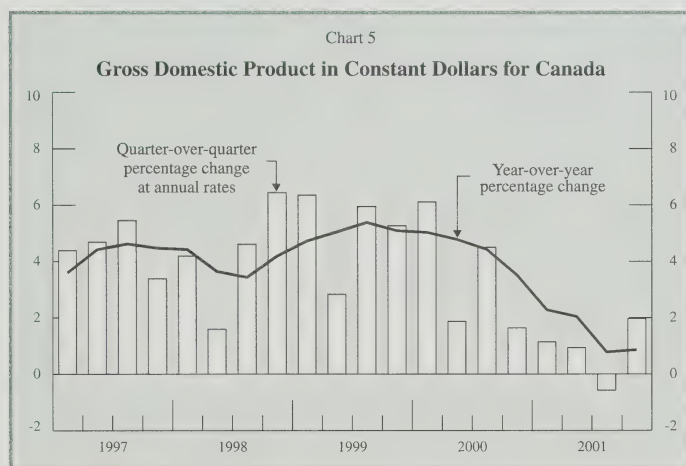
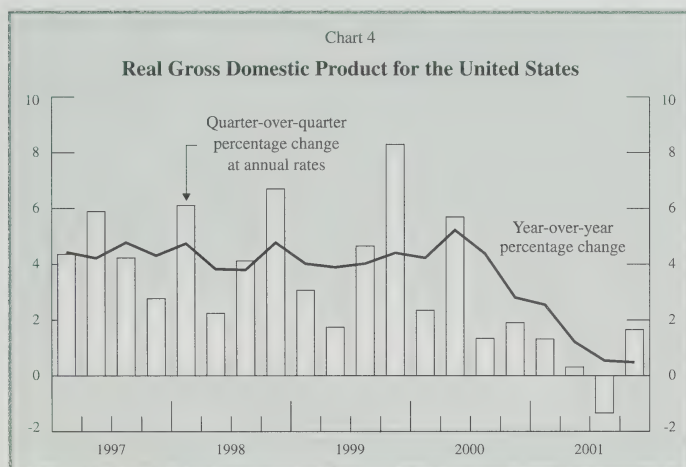
An economic recovery is underway in both the United States and Canada.

During the last quarter of 2001 and the first quarter of 2002, Canada's economy expanded at a considerably brisker pace than was projected in the November *Report*. As a result, the Bank's current estimate of the output gap in the first quarter of 2002 is smaller than had been anticipated.

Following a contraction in the third quarter, U.S. economic activity picked up in the final quarter of 2001 (Chart 4). Towards year-end, U.S. household spending strengthened significantly in response to low interest rates, strong financial incentives on motor vehicle purchases, and a recovery in consumer confidence. At the same time, government spending grew robustly, supported by an acceleration in the pace of military spending. These developments were partly offset by a further decline in business investment and by firms continuing to liquidate inventories rapidly.

Household spending in Canada has strengthened considerably since last autumn...

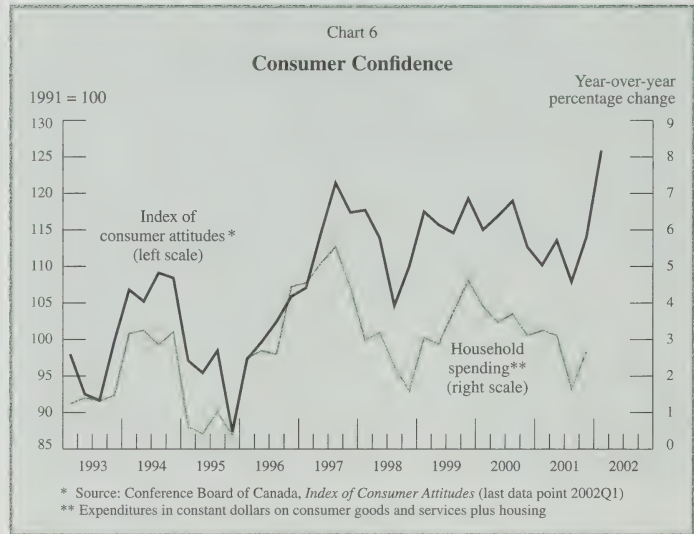
Canada's real GDP, after falling slightly in the third quarter, grew at a 2 per cent annualized rate in the fourth quarter of 2001—in marked contrast to the projection of no change at the time of the last *Report* and in the January 2002 *Update* (Chart 5). The substantial amount of monetary stimulus that has been provided and recent government measures to improve national security have contributed to a restoration of consumer confidence and a strong increase in household spending on goods and services



and on new housing since last September's tragic events (Chart 6). Marked gains in real incomes, partly reflecting earlier tax cuts, as well as special financing incentives for motor vehicle purchases, have also boosted household spending.

Moreover, the significant inventory correction in the fourth quarter and the recent resumption of growth in export volumes as a result of renewed economic expansion in the United States point to a recovery that is well underway (Technical Box 1). Together with strong employment gains in the first quarter of 2002, this suggests that Canadian real GDP growth in the first quarter will be

... with the recent inventory correction and renewed export growth pointing to continued economic expansion.



about 4 1/2 per cent, much stronger than anticipated at the time of the January *Update*.

Estimated pressures on capacity

The Canadian economy was in a position of excess supply going into 2002.

Most indicators confirm that the Canadian economy moved into a position of excess supply during 2001. The marked slowdown in real GDP growth last year was reflected in a rise in the unemployment rate as well as in a substantial drop in the length of the work week. Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2001 was well below normal levels. This lack of pressure on capacity, including pressure from labour shortages, was also confirmed by the Bank's most recent survey of firms.

The Bank's current estimate of its conventional measures of potential output and the output gap suggests that the amount of economic slack increased in the fourth quarter of 2001 to about 1 per cent of potential output.⁴ It is the Bank's judgment, after considering all the indicators, that the economy was in a position of somewhat greater excess supply than the conventional estimate would suggest.

4. Such estimates are subject to a wide range of uncertainty, as shown by the confidence intervals in Chart 7.

Technical Box 1

The Current Economic Cycle in Canada

Cuts in business spending on fixed capital and inventories were a significant factor in Canada's recent economic slowdown. Expected changes in these spending categories should contribute importantly to the renewed growth in the economy over the near term.

In the rapid expansion that followed the Asian crisis and preceded the recent slowdown, final demand from both domestic and external sources grew strongly. This demand was met by substantial increases in both domestic production and imports. Firms invested heavily in fixed capital at that time, but allowed inventories to fall in relation to sales.

The slowing in economic growth in Canada since the third quarter of 2000 stemmed, to a considerable extent, from the marked easing in demand growth in the U.S. economy, reflecting the close trade linkages between the two countries. The resulting increase in excess capacity and in inventory levels in relation to sales subsequently led firms to cut investment in both inventories and fixed capital—particularly machinery and equipment. Not only was the pace of expansion of Canada's production scaled back over this period, but Canada's demand for foreign products was also curtailed sharply.

These cuts in business spending, while a substantial drag on Canada's economic growth towards the end of 2001, helped to set the stage for a robust pace of expansion. With the recent recovery in U.S. demand for Canadian products and strong growth in household spending in Canada, inventory imbalances are being rapidly corrected. Firms are thus expected to reduce their stocks at a slower pace in the first half of 2002, and this in itself will constitute a significant stimulus to the growth of production over the near term. Reductions in business investment are also likely to be smaller in the first half of 2002, partly reflecting expectations that the amount of excess capacity is beginning to decrease. Cutbacks in capital spending should therefore exert a smaller drag on Canada's economic growth during this period than in the last quarter of 2001.

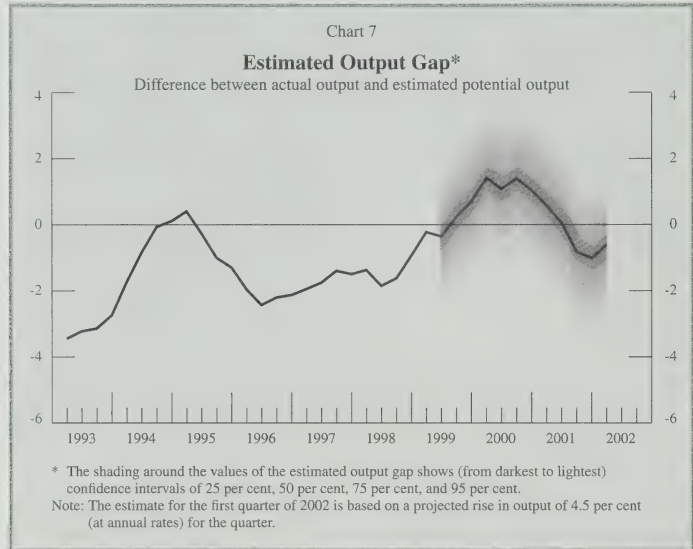
Contribution to Real GDP Growth in Canada
(Percentage points)

Contributing factor ^a :	Average 1998Q3–2000Q3	Average 2000Q4–2001Q3	2001Q4	Average 2000Q4–2001Q4	2002Q1 (estimate)
Consumption	2.0	0.8	2.4	1.2	2.3
Housing	0.2	0.2	0.9	0.3	1.0
Business fixed investment	0.9	0.2	-3.3	-0.5	-1.2
Government	0.6	0.6	0.7	0.6	1.0
Exports	3.7	-2.4	-0.8	-2.2	3.3
Imports	-2.7	2.7	6.0	3.4	-2.5
Inventory investment	0.2	-1.3	-3.8	-1.8	0.6
Real GDP growth %	4.9	0.8	2.0	1.0	4.5

a. The numbers in the table reflect the percentage-point contribution of the item indicated in the row to the growth rate of real GDP for the period indicated in the column heading. The sum down the columns should equal the growth rate shown at the bottom, subject to a rounding error. Note that an increase in imports constitutes a negative contribution to aggregate growth.

... but the amount of slack has begun to diminish.

In the first quarter of 2002, with economic growth now estimated to be above the economy's potential growth rate, the amount of slack diminished somewhat (Chart 7). This contrasts with earlier projections of a further increase in excess supply in the first half of 2002.



Cost control

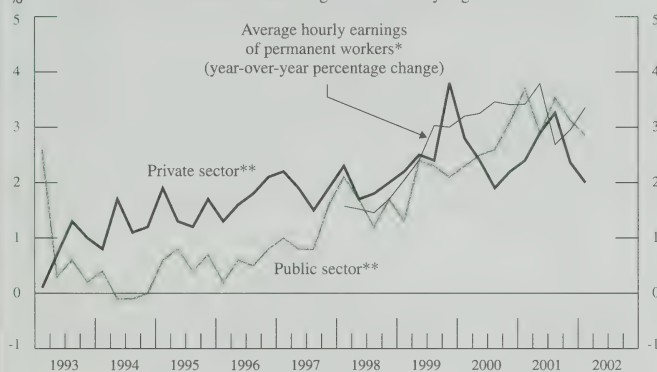
The rise in both labour productivity and unit labour costs was 2 per cent at year-end.

The underlying rate of increase in average labour compensation has been in the 3.5 to 4 per cent range recently, based on both the average hourly earnings of permanent workers and labour compensation per person-hour in the business sector (Charts 8 and 9). On a year-over-year basis, labour-productivity growth in the business sector increased to 2 per cent in the final quarter of 2001, as hours worked adjusted markedly to the slowdown in economic growth. As a result, the year-over-year increase in unit labour costs in the business sector was 2 per cent at the end of 2001 (Chart 9). Year-over-year growth in labour productivity is expected to remain near 2 per cent in the first quarter of 2002.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



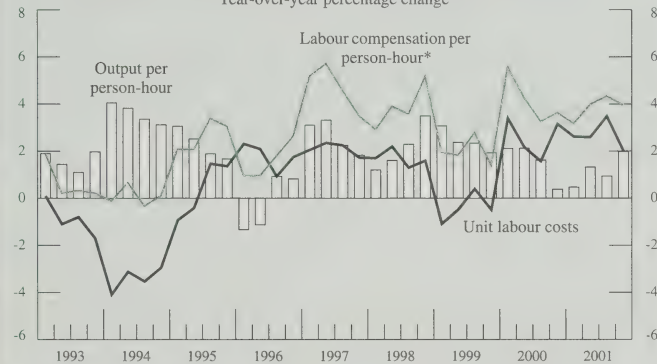
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = March 2002

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = February 2002

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

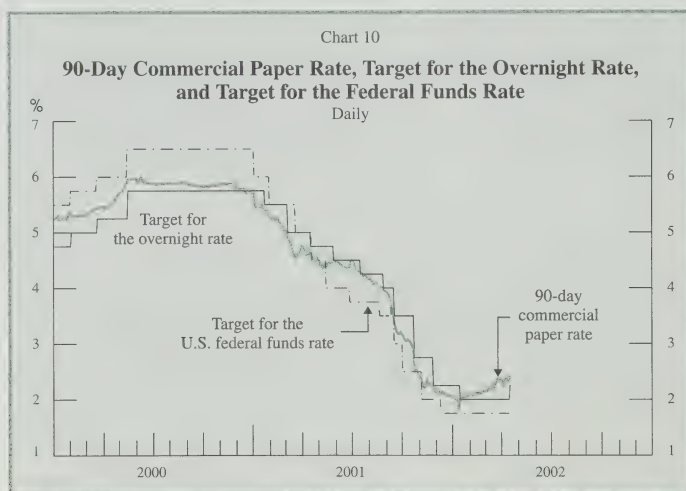
3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Policy actions

Developments in the target for the overnight rate since the November Report:

- 27 November—down 50 basis points to 2.25 per cent
- 15 January—down 25 basis points to 2.00 per cent
- 5 March—no change
- 16 April—up 25 basis points to 2.25 per cent

The Bank of Canada reduced the target for the overnight rate by 50 basis points on 27 November 2001 and by 25 basis points on 15 January 2002, bringing the cumulative reduction since January 2001 to 375 basis points (Chart 10). These policy actions came in response to weak current and expected domestic activity and the consequent downward pressures on future inflation.



On 5 March, the Bank held the target for the overnight rate at 2.0 per cent, a decision consistent with the release of data indicating that economic conditions in Canada were improving.

On 16 April, the Bank raised the target to 2.25 per cent, modestly reducing the amount of monetary stimulus in the economy, in the light of information that a robust recovery appears to be underway.

These policy decisions had been broadly anticipated by financial markets.

In the United States, the Federal Reserve lowered its target for the federal funds rate by 50 basis points on 6 November 2001 and

Financial markets have broadly anticipated recent central bank policy decisions.

by 25 basis points on 11 December 2001, bringing the total reduction since January 2001 to 475 basis points. On 30 January 2002 and 19 March, the Federal Reserve decided to leave the target rate unchanged at 1.75 per cent. At its 19 March meeting, the Fed also altered its assessment of the risks to the outlook, stating that they were now balanced with respect to the prospects of price stability and sustainable economic growth.

Yield curves in Canada and the United States have shifted upwards compared with last October (Chart 11). With economic activity firming, current levels of futures contracts indicate that financial market participants expect the Federal Reserve and the Bank to raise their respective target rates in coming months. Since the long-term rate reflects the average of expected future short-term rates, the current slope of the yield curve, with the short-term rate well below the long-term rate, also incorporates an expectation of rising short-term rates. Shifts in the slope of the yield curve since 1999 have largely reflected the upward and downward movements in short-term rates, since long-term rates have been much more stable than in the past, largely owing to well-anchored inflation expectations (Technical Box 2).

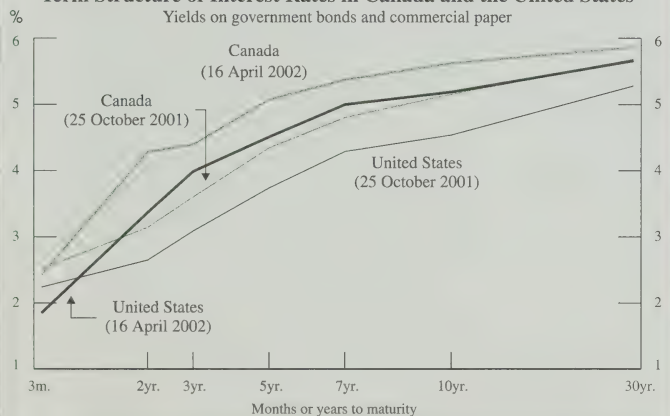
Financial markets are now pricing in a rise in short-term interest rates.

Long-term rates have been relatively stable because of well-anchored inflation expectations.

Chart 11

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



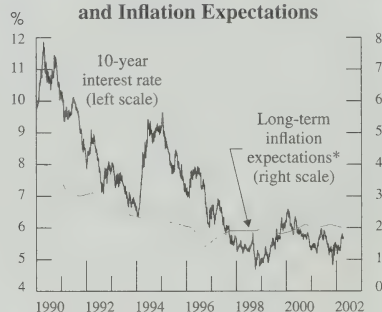
Technical Box 2

Long-Term Interest Rate Volatility and Inflation Expectations

In recent years, the interest rate on long-term government bonds in Canada has shown relatively little sensitivity to variations in short-term interest rates. Despite substantial changes to the target for the overnight rate since the middle of 1997, long-term interest rates have been relatively steady, in a range of about 2 percentage points. This is a sharp contrast to the situation that prevailed in the early 1990s, when short- and long-term rates were more closely linked.

The decline in the volatility of long-term rates is partly attributable to the stability of long-term inflation expectations.¹ A comparison of expectations of long-term inflation in recent years with those of the first half of the 1990s reveals that they are now far more stable. Expectations regarding long-term inflation gradually adjusted to the inflation-targeting regime adopted in February 1991, and they are now solidly anchored at the 2 per cent target. This partly reflects the credibility of the Bank of Canada's commitment to ensuring that inflation is low, stable, and predictable.

From a macroeconomic perspective, the declining volatility in long-term interest rates in Canada has many benefits.² It reduces uncertainty, simplifies long-term financial planning, and facilitates investment by households and businesses.

Short- and Long-Term Interest Rates**Long-Term Interest Rate and Inflation Expectations**

* Source: Consensus Economics Inc.

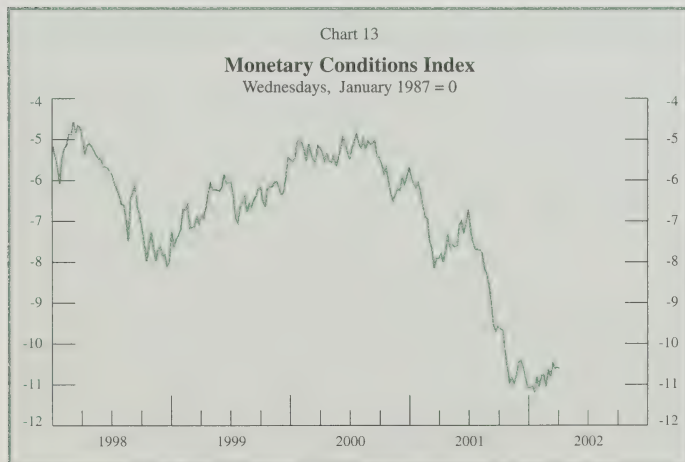
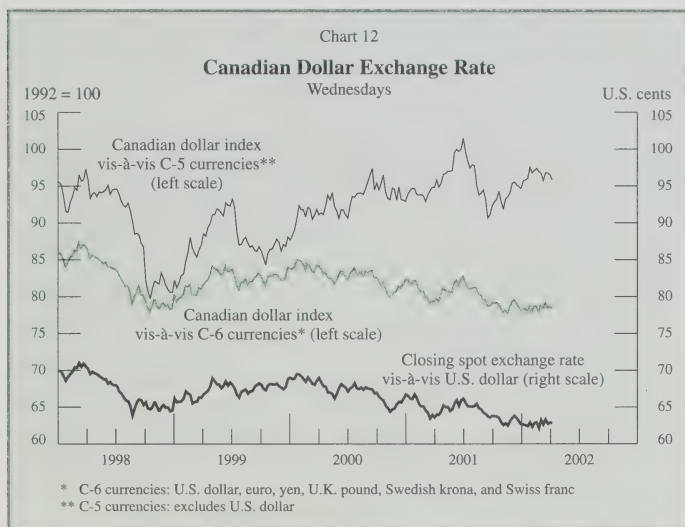
1. Canada's improved fiscal situation has also contributed to stability in long-term interest rates.

2. This issue is examined in Stuber (2001).

Exchange rate and monetary conditions

On a trade-weighted basis, the Canadian dollar is broadly unchanged since last November. Through late December and January, the Canadian dollar depreciated against the U.S. dollar, and it has been relatively stable since then. It has appreciated against other currencies over the period (Chart 12).

Since November 2001, the Bank's monetary conditions index has fluctuated in a range between -11.38 and -10.30. The index is currently at a level similar to that of last November (Chart 13).

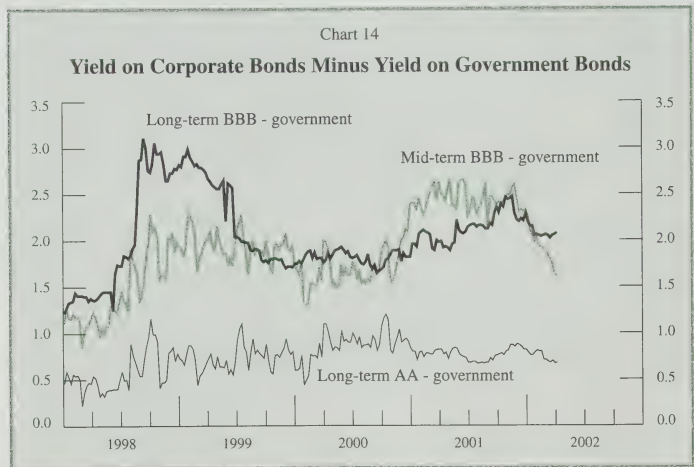


Other financial developments

Other financial developments are consistent with signs of economic recovery.

Overall, business-credit conditions have improved since last autumn.

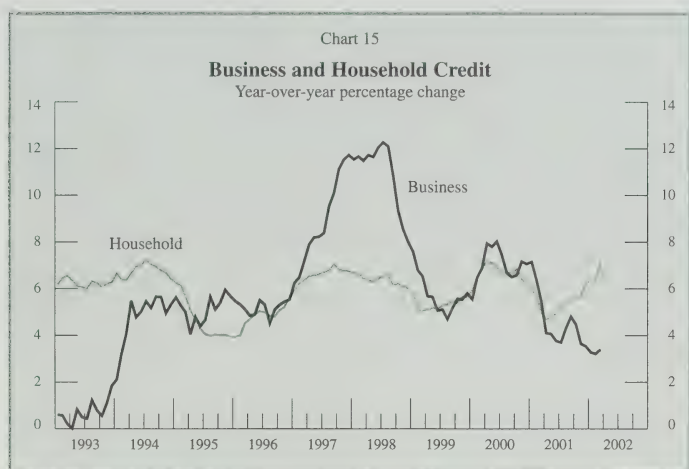
Overall, business-credit conditions have become more favourable since last autumn despite some adverse financial developments, including high-profile corporate bankruptcies in North America. In the bond market, this improvement has been reflected in a decline in the spreads between interest rates on corporate bonds and those on government bonds from their peaks in November (Chart 14). Conditions in Canadian markets for commercial paper remain relatively stable, while banks have become somewhat more cautious since last November in their lending practices with riskier borrowers.



The Toronto Stock Exchange, which posted a sizable decline after 11 September, is now about 20 per cent higher than the trough recorded last September. These gains reflect less uncertainty and brighter expectations for the economy among investors.

Business credit growth has been slow . . .

Growth of business credit has slowed further since the last Report (Chart 15), with short-term business credit, especially bank loans, down over the period. Bonds and, to a lesser extent, equities have been the main sources of new business financing. Slow growth in business borrowing is consistent with reduced financing needs for inventory and other business investment, as well as with firms paying down their short-term debts. It is also consistent with tighter conditions on bank lending, as would be expected at this point in the business cycle.



In contrast, growth in household credit has been robust and higher than growth in personal disposable income. This reflects the strength in household spending, most notably on housing and consumer durables. As a result, continued borrowing has led to a further rise in the ratio of household debt to personal income, although at a slower pace than in the past. Furthermore, this rise has been largely matched by increases in assets, and with the current low level of interest rates, the share of personal income allotted to debt service is well below historical averages.

... while growth in household sector credit has been relatively robust.

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

The U.S. economy has rebounded faster than had been expected last autumn.

In the United States, economic conditions are improving at a significantly faster pace than was expected in the November Report. Several developments suggest that a recovery is underway. Spending on information technology has stabilized after about a year of decline, and production is recovering, aided by the near completion of the inventory correction. Overall, consumption spending and housing investment have been robust, supported by significant amounts of fiscal and monetary stimulus (Technical Box 3).

U.S. real GDP growth in the first half of this year is thus expected to average about 4 per cent, which is significantly stronger than projected in the November Report. Given the strength in consumption, housing, and inventory investment early in the year, GDP growth in the second half of 2002 is likely to slow to about 3 1/4 per cent.

On an annual average basis in 2002, U.S. economic growth would thus be about 2 1/2 per cent, compared with the projection of 1 per cent in the November Report. In 2003, economic growth is expected to average about 3 1/2 per cent.

Prospects for economic expansion have also strengthened in other industrialized countries.

Prospects for economic expansion have also strengthened in other industrialized countries. In Europe, production indicators point to a turnaround in economic activity, supported by the earlier easing in monetary conditions and the strengthening U.S. economy. Growth in the major European economies is expected to be close to 1 1/4 per cent on an average annual basis in 2002, and to rise to about 3 per cent in 2003, as activity gathers momentum. In Japan, ongoing structural difficulties could lead to a further economic contraction in 2002 of about 1 1/2 per cent. However, economic activity in Japan could pick up modestly by about 1 per cent in 2003, aided by the U.S. recovery and easier monetary conditions.

Growth prospects for emerging-market economies should improve as global demand picks up. Indeed, a recovery appears to have already started in the Southeast Asian countries. In addition, the impact of the Argentine default on other emerging-market economies has been limited.

Prices for non-energy commodities are projected to increase further.

The projected recovery in world economic growth should contribute to substantial increases in the U.S.-dollar price of non-energy commodities through the next two years. This strengthening demand is expected to underpin the prices of crude oil and

Technical Box 3

The Current Economic Cycle in the United States

By the standards of the past 25 years, the most recent recession in the United States was quite mild. The slowdown was so moderate that there has been some debate among economists as to whether it qualifies as a recession.¹

The U.S. recession in 2001 bore some similarities to past recessions, but there were also marked differences. Rapid growth in the late 1990s and 2000 and a testing of capacity limits led the Federal Reserve to increase interest rates to counter potential inflationary pressures and put the economy on a more sustainable growth path. In addition, rising oil prices were a drag on economic activity. These factors, in conjunction with the bursting of the information technology bubble and lower equity prices, led to a sharp reduction in investment and a substantial inventory correction. While the retrenchment of investment and inventories in this recession was typical of past experience, the driving factors were somewhat different.

The latest U.S. recession was the mildest on record. One important reason for this was the Federal Reserve's response in an environment of relatively low and stable inflation. In the past, when inflation was high, the Fed generally waited for clear signs that inflation pressures were abating before lowering interest rates. This time, the Fed began lowering its policy rate as signs of the slowdown emerged, and reduced its target rate more rapidly than usual throughout its duration. With inflation expectations well anchored, bond markets priced in a slowdown well before the Federal Reserve began lowering its policy rate.

The decline in long-term interest rates led to a significant decrease in mortgage rates. Home sales remained strong through 2001, and house prices continued to rise. This allowed households to refinance and increase their mortgages at lower rates. The strength of housing prices also mitigated the impact of the sharp fall in equity prices on household wealth.

Households relied on lower mortgage payments and home-equity loans to maintain their consumption expenditures. A further boost to consumption came from fiscal stimulus and from aggressive sales incentives in the auto sector. These developments contributed to remarkably resilient household consumption—consumer spending actually rose throughout this recession, in sharp contrast to previous recessions.

Owing to the strength of consumption, real output declined only marginally despite the rapid and pronounced reduction in investment and the sharp inventory correction. Hours worked, on the other hand, declined in line with historical experience. As a result, productivity increased throughout the recession, although at a slower pace than in the late 1990s. This is perhaps the most striking aspect of this recession, since productivity growth fell sharply in past recessions.

1. The National Bureau of Economic Research (NBER), which is the arbiter of business cycles in the United States, declared that a recession began in March 2001. The NBER defines a recession as "a significant decline in activity spread across the economy, lasting more than a few months, visible in industrial production, employment, real income, and wholesale-retail sales."

natural gas over the remainder of this year. Additional uncertainty about the path of energy prices over the near term has resulted from recent political developments in the Middle East.

Aggregate demand and supply in Canada

The Canadian economy is likely to record solid growth this year and in 2003.

In Canada, economic growth in the first half of 2002 is expected to average between 3 1/2 and 4 1/2 per cent on an annualized basis, markedly higher than was projected in the last *Report* and the last *Update*. Growth in household expenditures, especially on housing and related durable goods such as furniture and appliances, will continue to contribute to economic expansion. Exports are expected to recover substantially in light of the anticipated growth of the U.S. economy. A slowing in the pace of inventory liquidation should also support real GDP growth over this period (Technical Box 1). Reductions in business investment in the first half are also likely to be smaller than in the last quarter of 2001, given that the amount of excess capacity is projected to decrease.

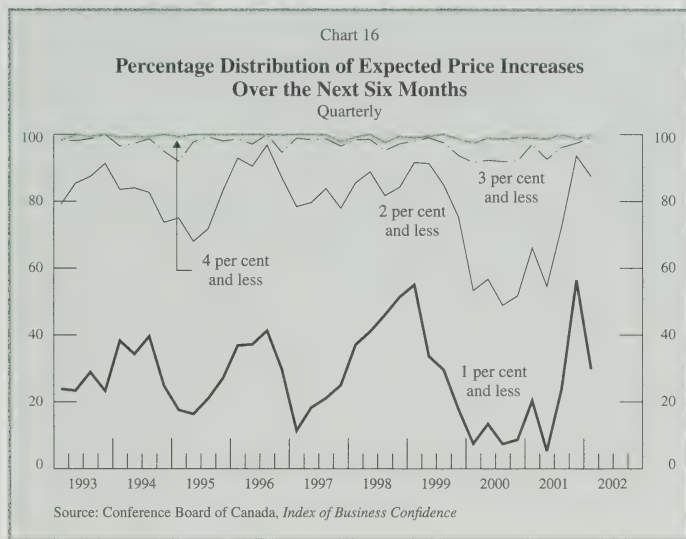
With further strong expansion of the U.S. economy projected for the second half of 2002 and through 2003, robust growth in the demand for Canadian exports should continue. As well, the combination of the earlier easing in domestic monetary conditions and past initiatives to cut taxes and enhance national security should continue to support household spending. These developments have contributed to a recovery in business confidence and should prompt a pickup in business investment. Capital expenditures in the oil and gas sector should also start to recover, owing to the recent pickup in the prices of oil and natural gas.

Real GDP in the second half of 2002 is projected to grow between 3 and 4 per cent, above the economy's growth potential of about 3 per cent. This would produce annual average growth for 2002 of 2 1/4 to 3 1/4 per cent, almost 2 percentage points higher than projected in January. For 2003, growth on an annual average basis is expected to be between 3 and 4 per cent.

Excess supply is expected to be eliminated in the second half of 2003.

Indeed, the Bank's outlook for growth through 2002 and 2003, combined with the unexpected strength of real GDP at the end of last year, implies that the amount of economic slack should be absorbed faster than was anticipated at the time of the last *Report*. The amount of excess supply is therefore expected to decrease through 2002 and to be eliminated in the second half of 2003.

These projections for growth in 2002 and 2003 are broadly in line with the latest private sector forecasts.

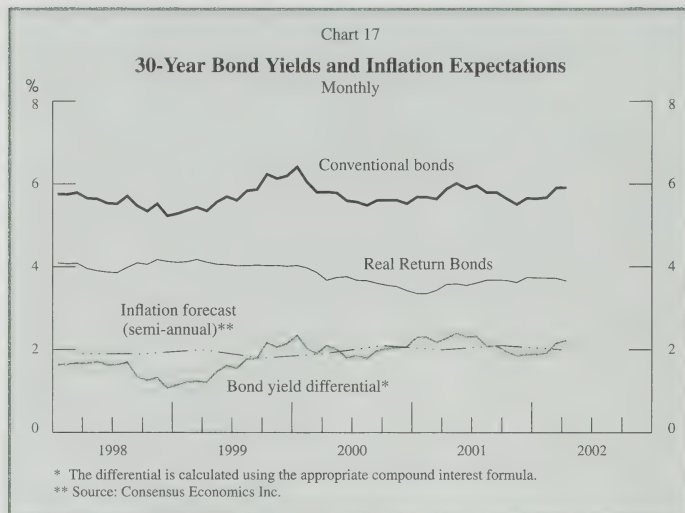


Measures of inflation expectations

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's spring *Index of Business Confidence*, 30 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at an annual rate of 1 per cent or less, and 87 per cent expected a rate of 2 per cent or less (Chart 16). Indeed, the average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is now 1.4 per cent in 2002 (markedly lower than last autumn). In both cases, short-term expectations for the rise in the total CPI are being influenced by recent reductions in energy prices at the consumer level. Inflation expectations over a two-year horizon, however, continue to be firmly anchored well inside the Bank's inflation-control target range. This has been confirmed by the latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices and by the average private sector forecast for total CPI inflation for 2003 (currently at 2.0 per cent). Typical forecasts of longer-term inflation are also clustered around 2 per cent. As well, the differential between 30-year conventional and Real Return bonds is now just above 2 per cent (Chart 17).

Longer-term inflation

expectations remain very close to 2 per cent.



Other factors affecting inflation

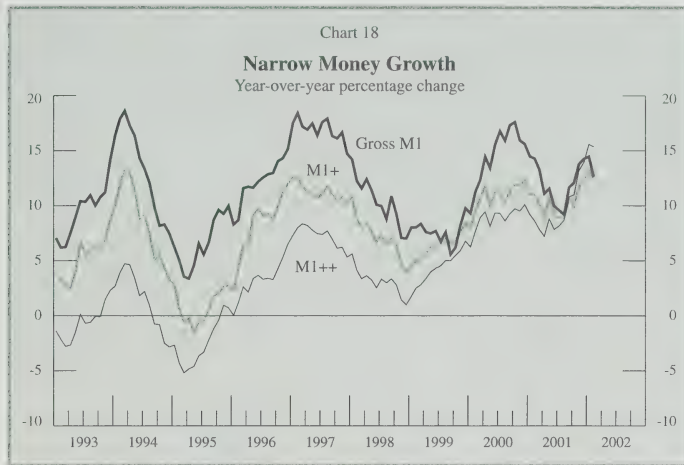
In addition to the factors discussed above, higher import costs arising from the depreciation of the Canadian dollar over the past two years may continue to put some modest upward pressure on prices through 2003. The effects of higher insurance and other security costs following the 11 September terrorist attacks may be another source of modest upward pressure on prices over the next two years.

Given current and anticipated conditions in labour markets, wage gains are expected to hold relatively steady over the next two years. The Bank's latest survey of firms is consistent with this outlook. With productivity growth expected to remain around 2 per cent, growth in unit labour costs should be little changed through 2003.

Implications of money growth for inflation

The growth rates of the three narrow money aggregates, M1, M1+, and M1++, have trended up since the November *Report* (Chart 18), but eased off somewhat in February. This increase has been relatively widespread across households, businesses, and account types. Strong money growth over this period is largely due to the easing in monetary conditions. Low rates of return on

The growth of narrow money has remained strong, but signs of slowing have emerged.



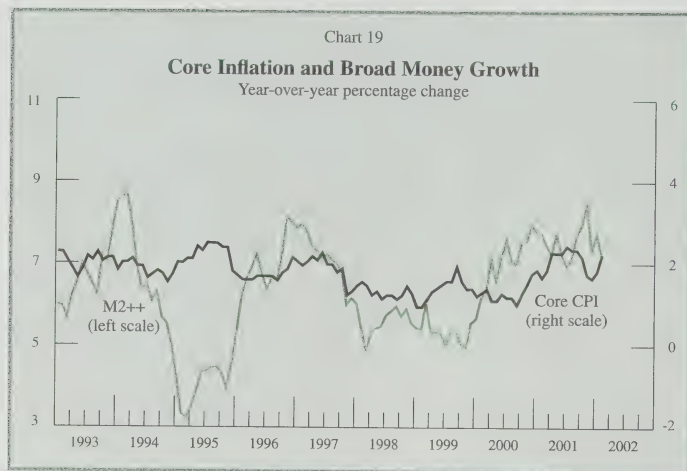
other assets, such as term deposits and GICs, have reduced the opportunity cost of holding liquid balances and have therefore contributed to very strong growth in the narrow money aggregates. Also contributing to strong year-over-year growth rates in narrow money are the high precautionary balances accumulated last autumn in the face of uncertainty about future income and stock market returns. With uncertainty diminishing, there are early signs that businesses and, to a lesser extent, households have begun to unwind these balances. To the extent that they are used in the future to purchase financial assets rather than goods and services, they are not an indication of immediate inflation pressure.

The difficulties of distinguishing between the effects of lower interest rates and an increased appetite for liquidity have significantly increased the uncertainty surrounding forecasts of output and inflation based on the narrow money aggregates. As uncertainty dissipates and rates of return on other assets recover, growth of the narrow money aggregates will likely decline further. The possibility that more of the liquid balances than expected will be spent on goods and services, rather than reinvested in savings instruments, represents an upside risk to inflation.

Growth in M2++ has been much slower and more stable than growth in the narrow aggregates since the last *Report* (Chart 19). This is consistent with the portfolio shifts mentioned earlier, since the strong growth that was seen in the transactions components of M2++ has been offset by declines in savings instruments such as term deposits and Canada Savings Bonds. Broad money is

Inflation forecasts based on money growth are more uncertain than usual . . .

. . . but growth of broader aggregates remains consistent with inflation of around 2 per cent.



currently growing at a rate that is roughly consistent with inflation of 2 per cent.

Inflation projection

With some excess supply in the economy, core inflation is expected to average just under 2 per cent in the second half of 2002 and the first half of 2003.

With the economy expected to remain in a position of modest excess supply through 2002, some downward pressure on core inflation should persist over the remainder of the year. Several factors will likely limit this influence, however. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent. Second, current and projected increases in unit labour costs are also in this range. Finally, higher import costs arising from the past depreciation of the Canadian dollar may put some further temporary upward pressure on inflation.

With less economic slack than was expected in the last *Report*, the core rate is now projected to average just under 2 per cent in the second half of this year and the first half of 2003, before moving back to 2 per cent by about the end of 2003. This would be consistent with the economy projected to be back to potential output in the second half of 2003.

If crude oil prices continue to average between US\$22 and US\$26 per barrel, total consumer price inflation should stay below the core rate through mid-year. The Bank is projecting that total inflation, like core inflation, will be at 2 per cent by about the end of 2003.

Both total and core CPI inflation are expected to be at 2 per cent by about the end of 2003.

5. CONCLUSIONS

In the past several months, it has become increasingly apparent that robust economic growth is resuming in North America. For Canada, the outlook presented in this *Report* shows the economy moving back to potential output in the second half of 2003, with inflation at the Bank's 2 per cent target by the end of 2003.

There are both upside and downside risks to this outlook. Given the amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided, growth could be stronger than projected. It is also possible that the growth of household spending may not be as strong as anticipated, to the extent that even more of the recent strength in spending than assumed was, in fact, borrowed from future expenditures. There is continuing uncertainty regarding the timing and strength of the pickup in business investment and exports, mainly because of the fragility of global business confidence. And political developments in the Middle East may continue to affect crude oil prices, with possible repercussions for the global economy.

Given these factors, the task for monetary policy will be to gauge the strength of the economy as it approaches its capacity to produce, and the implications for future inflation. This means reducing the amount of monetary stimulus in a timely and measured manner in order to keep inflation close to its 2 per cent target, thereby helping to sustain economic growth at full capacity over the medium term.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57-67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2002. *Index of Business Confidence* (Spring).
- _____. 2002. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).
- Consensus Economics Inc. 2002. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation Over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13-20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3-12.
- Stuber, G. 2001. "Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level." Bank of Canada Working Paper No. 2001-16.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans *la Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conférence Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).
- _____. (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).
- Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Stuber, G. (2001). « Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level », document de travail n° 2001-16, Banque du Canada.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

5. CONCLUSIONS

Au cours des derniers mois, il est devenu de plus en plus manifeste que l'Amérique du Nord est en train de renouer avec une croissance économique robuste. En ce qui concerne le Canada, les perspectives énoncées dans le présent rapport laissent entrevoir que la production retournera à son niveau potentiel au second semestre de 2003 et que l'inflation s'établira, d'ici la fin de l'année prochaine, au taux de 2 % que vise la Banque.

Mais des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur ces prévisions. Ainsi, la forte détente monétaire et budgétaire opérée pourrait pousser la croissance de l'activité au-delà de ce que nous prévisions. Par contre, la progression de la dépense des ménages pourrait ne pas être aussi vigoureuse que prévu, si le dynamisme récent observé à cet égard s'avère tenir encore plus qu'on ne le suppose à des dépenses anticipées. Il subsiste encore de l'incertitude quant au moment et à l'ampleur de la relance des investissements des entreprises et des exportations, en raison principalement de la fragilité de la confiance des entreprises à l'échelle mondiale. De plus, l'évolution de la conjoncture politique au Proche-Orient risque de continuer de se répercuter sur les cours du pétrole brut, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'économie mondiale.

Étant donné ces facteurs, les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité de production, de même que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire le degré de détente monétaire en place afin de maintenir l'inflation aux alentours du taux visé de 2 % et de contribuer ainsi à soutenir la croissance de l'activité et la pleine utilisation des capacités à moyen terme.

Les capacités excédentaires au sein de l'économie étant moins importantes que ce que nous avions prévu dans le *Rapport* de novembre dernier, nous pensons maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003, et remontera à 2 % vers la fin de 2003. Cette évolution cadre avec notre projection selon laquelle le niveau de production au sein de l'économie retournera à son potentiel au second semestre de 2003.

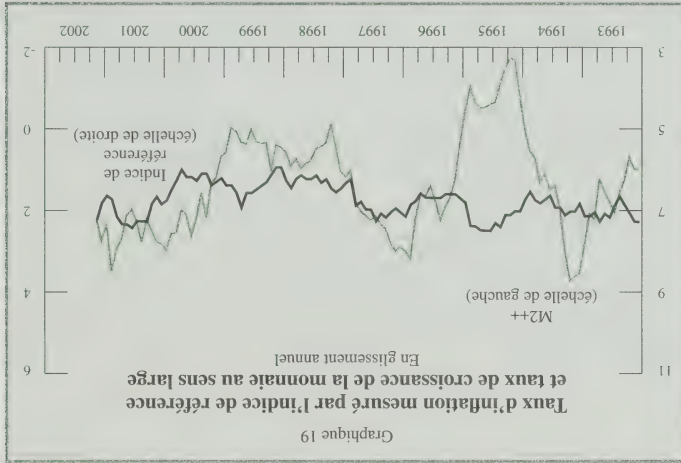
Si les cours du pétrole brut demeurent en moyenne entre 22 et 26 \$ E.-U. le baril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'au milieu de l'année. La Banque prévoit qu'il s'établira à 2 %, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, vers la fin de 2003.

Les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devaient tous deux s'établir à 2 % vers la fin de 2003.

encore, à mesure que l'incertitude se dissipera et que les rendements des autres actifs se redresseront. Il y a un risque que les pressions inflationnistes s'intensifient si davantage d'encaissements prévus devaient être consacrées à l'achat de biens et de services, au lieu d'être réinvesties dans des instruments d'épargne.

Le rythme de croissance de M2++ a été beaucoup plus lent et plus stable que celui des agrégats monétaires au sens étroit depuis la parution du dernier *Rapport* (Graphique 19). Cette évolution cadre avec les déplacements de fonds mentionnés plus tôt, car la robuste croissance observée dans les composantes de M2++ tenues à des fins de transaction a été contrebalancée par la diminution des instruments d'épargne, tels que les dépôts à terme et les Obligations d'épargne du Canada. La monnaie au sens large affiche actuellement un rythme d'expansion compatible en gros avec un taux d'inflation de 2 %.

... mais la progression des agrégats au sens large influe avec le maintien de l'inflation aux alentours de 2 %.



Les prévisions relatives à l'inflation

Comme on s'attend à ce que l'économie demeure en situation d'offre légèrement excédentaire tout au long de 2002, certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient persister durant le reste de l'année. Toutefois, plusieurs facteurs sont de nature à modérer ces pressions. Premièrement, le taux d'inflation attendu à long terme se situe encore très près de 2 %. Deuxièmement, les augmentations observées et anticipées des coûts unitaires de main d'œuvre sont aussi de l'ordre de 2 %. Troisièmement, la hausse des coûts des produits importés associée à la dépréciation passée du dollar canadien pourrait encore exercer, pendant un moment, certaines pressions à la hausse sur l'inflation.

Compte tenu de la pré-sence de capacités de production excédentaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003.

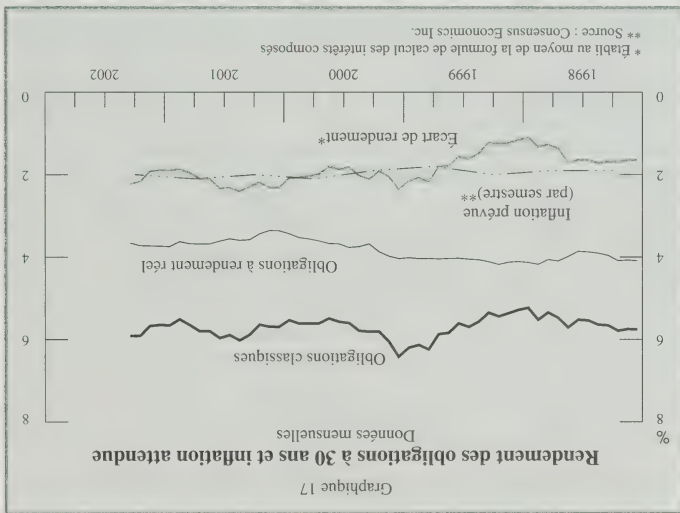
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Le rythme d'expansion des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, s'est accéléré depuis la livraison du Rapport de novembre (Graphique 18), quoiqu'il ait légèrement fléchi en février. La progression a été assez généralisée, touchant les ménages, les entreprises et les différents types de compte. La croissance robuste de la masse monétaire observée depuis novembre tient en grande partie à l'assouplissement des conditions monétaires. Les faibles taux de rendement d'autres types d'actifs, tels que les dépôts à terme et les certificats de placement garanti, ont réduit les coûts associés à la détention d'encaissements liquides et ont, par conséquent, contribué à la vive expansion des agrégats monétaires au sens étroit. Un autre facteur à l'origine du fort taux d'accroissement sur douze mois de ces agrégats a été le volume élevé des encaissements de précaution accumulés l'automne dernier en réaction à l'incertitude qui planait alors sur les revenus futurs et le rendement des valeurs boursières. Cette incertitude s'estompant, on voit apparaître les signes d'une réduction de ces encaissements par les entreprises, et, à un degré moindre, par les ménages. Dans la mesure où elles serviront à l'avenir non pas à l'achat de biens et de services, mais plutôt à l'acquisition d'actifs financiers, les encaissements de précaution ne laissent pas entrevoir une recrudescence des pressions inflationnistes dans l'immédiat.

Le fait qu'il soit difficile d'isoler l'incidence respective que les bas taux d'intérêt et l'engouement accru pour les liquidités ont eue sur la croissance des agrégats monétaires au sens étroit a rendu particulièrement incertaines les projections relatives à la production et à l'inflation faites à partir de l'évolution de ces agrégats. La progression des encaissements liquides devrait se ralentir



les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que le taux d'augmentation de l'IPC global prévu par le secteur privé pour 2003 (et qui est actuellement de 2,0 %). Généralement, les prévisions au sujet du taux d'inflation attendu à plus long terme font aussi état d'un taux avoisinant 2 %. Par ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel se situe maintenant tout juste au-dessus de 2 % (Graphique 17).



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Outre les facteurs mentionnés précédemment, signaux que la montée des coûts des produits importés provoquée par la dépréciation du dollar canadien ces deux dernières années pourrait continuer d'exercer de légères pressions à la hausse sur les prix tout au long de 2003. L'augmentation des primes d'assurance et d'autres coûts liés à la sécurité, attribuable aux attentats terroristes du 11 septembre dernier, pourrait aussi pousser les prix un peu à la hausse durant les deux prochaines années.

Étant donné la situation actuelle et attendue du marché du travail, la progression des salaires devrait demeurer relativement stable au cours des deux prochaines années. Les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises viennent corroborer ces perspectives. Si, comme prévu, les gains de productivité continuent d'avoiser les 2 %, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre ne devrait guère changer d'ici la fin de 2003.

La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées disparaîtra au second semestre de 2003.

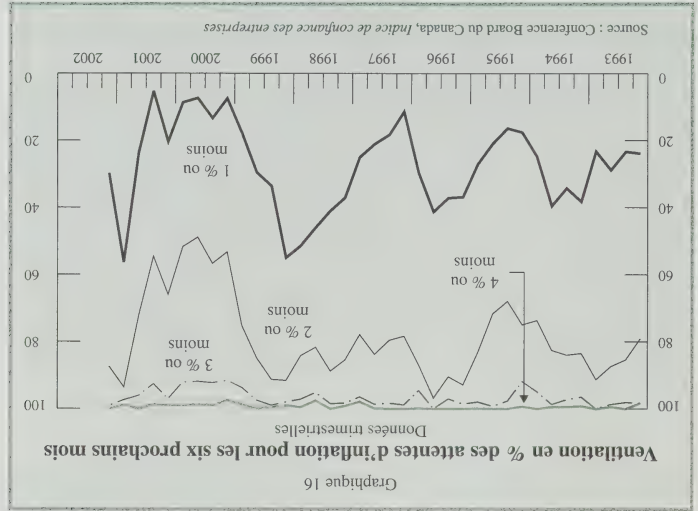
Les estimations de la Banque pour 2002 et 2003 et la progression plus forte que prévu du PIB réel à la fin de 2001 donnent à penser que la marge de capacités inutilisées devrait effectivement se résorber plus rapidement qu'il n'était indiqué dans le dernier Rapport. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait diminuer tout au long de 2002, pour ensuite disparaître au second semestre de 2003.

Les taux de croissance prévus par la Banque pour 2002 et 2003 sont conformes dans l'ensemble aux plus récentes prévisions du secteur privé.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conférence Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés ce printemps révèlent que 30 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme annuel de 1 % ou moins, et 87 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). De fait, les prévisionnistes du secteur privé estiment maintenant que l'IPC global devrait s'accroître de 1,4 % en 2002, un taux nettement inférieur à celui qui avait été indiqué à l'automne 2001. Dans les deux cas, les prévisions à court terme relatives à la hausse de l'IPC global sont influencées par les réductions récentes des prix à la consommation de l'énergie. Les attentes d'inflation à l'horizon de deux ans, par contre, demeurent fermement ancrées bien à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. C'est d'ailleurs ce que confirment

Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près de 2 %



Les prix des produits de base non énergétiques devraient encore monter.

La demande et l'offre globales au Canada

Le renforcement prévu de l'expansion économique mondiale devrait contribuer à une forte majoration des prix en dollars E.-U. des produits de base non énergétiques durant les deux prochaines années. On s'attend à ce que le raffermissement de la demande contribue à soutenir les cours du pétrole brut et du gaz naturel pendant le reste de l'année. Il est à noter que l'évolution récente de la situation politique au Proche-Orient a ajouté à l'incertitude entourant la trajectoire des prix de l'énergie à court terme.

Au Canada, on prévoit que la croissance économique au premier semestre de 2002 se situera en moyenne entre 3 1/2 et 4 1/2 %, en taux annualisé, ce qui est bien supérieur aux chiffres avancés dans la dernière livraison du *Rapport et de la Mise à jour* de celui-ci. La progression des dépenses des ménages, surtout au titre du logement et des biens durables connexes tels que les meubles et les appareils ménagers, continuera d'alimenter la croissance économique. Les exportations devraient se ressaisir de manière appréciable sous l'impulsion de l'expansion prévue de l'activité aux États-Unis. Le ralentissement du rythme de liquidation des stocks devrait également favoriser l'accroissement du PIB réel au cours de cette période (Note technique 1). On s'attend par ailleurs à ce que le repli des investissements des entreprises soit moins prononcé au premier semestre de 2002 qu'au dernier trimestre de 2001, étant donné la diminution escomptée des capacités excédentaires.

L'économie américaine devant poursuivre son expansion marquée dans la seconde moitié de 2002 et tout au long de 2003, on prévoit que la demande à l'égard des exportations canadiennes en fera tout autant. De même, l'effet conjugué des mesures prises antérieurement pour assouplir les conditions monétaires au Canada, alléger les impôts et renforcer la sécurité nationale devrait continuer de soutenir les dépenses des ménages. Ces facteurs ont aidé au rétablissement de la confiance des entreprises et devraient donner lieu à une relance des investissements de ces dernières. On s'attend aussi à ce que les dépenses en biens d'équipement de l'industrie pétrolière et gazière amorcent une remontée, à la faveur du renchérissement récent du pétrole et du gaz naturel. On estime que le taux de croissance du PIB réel au deuxième semestre se situera entre 3 et 4 % et qu'il dépassera celui de la production potentielle, évalué à environ 3 %. Ainsi, le rythme d'expansion moyen pour 2002 s'établirait entre 2 1/4 et 3 1/4 %, soit près de deux points de pourcentage de plus que la prévision formulée en janvier. Pour 2003, on s'attend à une croissance moyenne se chiffrant entre 3 et 4 %.

Note technique 3

Le cycle économique actuel aux États-Unis

À l'aune des récessions ayant frappé les États-Unis depuis 25 ans, la dernière en date a été plutôt banale. Le ralentissement a été si modeste que les économistes débattaient toujours de la question de savoir s'il s'agissait vraiment d'une récession¹.

Bien que la récession de 2001 aux États-Unis s'apparente par certains côtés aux précédentes, elle s'en démarque à d'importants égards. La croissance rapide enregistrée durant la deuxième moitié des années 1990 et en 2000 et la faible marge de capacités inutilisées ont amené la Réserve fédérale à relever les taux d'intérêt pour contre d'éventuelles pressions inflationnistes et ramener l'expansion économique sur une trajectoire plus viable. À cela s'est greffée la montée des prix du pétrole, qui a freiné l'activité économique. Conjugués à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et au recul des cours boursiers, ces facteurs ont entraîné une forte réduction des investissements et une importante correction des stocks. Si la contraction des investissements et des stocks est caractéristique des récessions antérieures, les facteurs déterminants ont été cette fois quelque peu différents.

La dernière récession a été la plus légère de l'histoire économique américaine. Cela s'explique en bonne partie par les mesures prises par la Réserve fédérale, dans un climat d'inflation relativement faible et stable. Dans le passé, lorsque l'inflation était élevée, la Réserve fédérale attendait généralement que les pressions sur ce front donnent de nets signes de relâchement avant d'intervenir. Cette fois-ci, elle a commencé à abaisser son taux directeur dès les premiers indices d'essoufflement, et les réductions de son taux cible se sont succédées plus rapidement que de coutume tout au long du ralentissement. Les attentes d'inflation étant bien arriérées, les marchés obligataires avaient anticipé les effets de ce dernier bien avant que les autorités américaines ne se mettent à diminuer leur taux directeur.

Le repli des taux d'intérêt à long terme a donné lieu à un recul marqué des taux hypothécaires. Sur le marché du logement, les ventes de maisons sont demeurées vigoureuses en 2001 et les prix ont continué à grimper. Ces conditions ont permis aux ménages de renouveler ou même d'accroître leurs emprunts hypothécaires à des taux plus bas. La hausse du prix des maisons a aussi limité l'incidence de la chute dramatique des cours boursiers sur la richesse des ménages.

Les ménages ont pu réduire leurs mensualités hypothécaires ou emprunter une partie de la valeur nette de leur maison pour maintenir le niveau de leur consommation. Cette dernière a aussi été soutenue par des mesures de relance budgétaire et des programmes dynamiques d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. Aussi la dépense des ménages est-elle restée remarquablement robuste, elle a même augmenté au fil de la récession, contrairement aux fois précédentes.

Le dynamisme de la consommation a fait que la production réelle a très peu diminué malgré la réduction rapide et prononcée des investissements et la forte correction des stocks. Par contre, le nombre d'heures travaillées a fléchi, comme lors des récessions antérieures. La productivité n'a donc pas cessé de progresser tout au long du ralentissement, quoiqu'au ralenti par rapport à la deuxième moitié des années 1990. C'est sans doute là l'aspect le plus frappant de la dernière récession; dans le passé, en effet, la croissance de la productivité se repliait toujours vivement en pareilles circonstances.

1. Le National Bureau of Economic Research, qui est tenu pour l'arbitre en matière de cycles économiques aux États-Unis, a déclaré qu'une récession s'est amorcée en mars 2001. Il définit une récession comme une baisse sensible et généralisée de la production industrielle, qui dure plus de quelques mois et touche de façon manifeste la production industrielle, l'emploi, les revenus réels et les ventes en gros et au détail.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

Aux États-Unis, les conditions économiques s'améliorent à un rythme beaucoup plus rapide que ce qui avait été prévu dans le Rapport de novembre. Plusieurs facteurs portent à croire qu'une reprise s'est amorcée : les dépenses en technologies de l'information se sont stabilisées après quelque douze mois de recul, la production se ressaisit, stimulée par le fait que la correction des stocks tire à sa fin, de façon générale, les dépenses de consommation ainsi que les investissements dans le secteur du logement sont robustes, soutenus par un important train de mesures budgétaires et monétaires expansionnistes (Note technique 3).

On s'attend, par conséquent, à ce que la croissance du PIB réel des États-Unis s'établisse en moyenne autour de 4 % au premier semestre de 2002, un taux nettement supérieur à ce qui avait été avancé dans la dernière livraison du *Rapport*. Étant donné la vigueur affichée par les dépenses de consommation et les investissements dans le logement et en stocks en début d'année, le taux d'augmentation du PIB devrait redescendre à environ 3 1/4 % au prochain semestre.

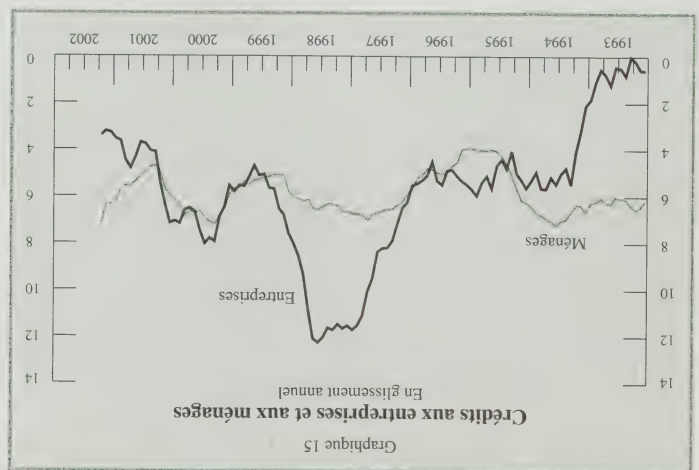
En 2002, le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis devrait avoisiner 2 1/2 %, en moyenne annuelle, plutôt que 1 % comme il avait été estimé en novembre. Pour 2003, on s'attend à ce qu'il atteigne quelque 3 1/2 %.

Les perspectives d'expansion se sont également raffermies dans les autres pays industrialisés. En Europe, les indicateurs relatifs à la production laissent présager un redressement de l'activité, appuyé par l'assouplissement antérieur des conditions monétaires et le regain de vigueur de l'économie américaine. Les grandes économies européennes devraient croître de près de 1 1/4 % en moyenne sur l'ensemble de 2002 et d'environ 3 % en 2003, à mesure que l'activité s'intensifiera. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles risque d'entraîner un nouveau recul de quelque 1 1/2 % en 2002. L'activité dans ce pays pourrait néanmoins enregistrer une modeste accélération d'environ 1 % en 2003, à la faveur de la relance aux États-Unis et de la détente des conditions monétaires.

Dans les économies de marché émergentes, les perspectives de croissance devraient s'améliorer parallèlement au redressement de la demande mondiale. Déjà, les pays du sud-est asiatique donnent des signes de reprise. De plus, la cessation de paiement décrétée par l'Argentine n'a eu qu'une incidence limitée sur les autres pays à marché émergent.

L'économie américaine s'est redressée plus rapidement qu'on ne le prévoyait l'automne dernier.

Les perspectives d'expansion se sont aussi raffermies dans les autres pays industrialisés.



stocks et des autres investissements, ainsi qu'avec le remboursement de leurs dettes à court terme. Elle est compatible aussi avec le resserrement des conditions applicables aux prêts bancaires, prévisible à ce stade-ci du cycle économique.

En revanche, le crédit aux ménages a connu une progression robuste, plus rapide même que celle du revenu disponible des particuliers, tenant à la vigueur de la dépense des ménages, particulièrement au titre des logements et des biens durables. Il en résulte une nouvelle hausse du ratio d'endettement des ménages, moins prononcée toutefois que par le passé et qui a été largement compensée par un accroissement des avoirs. Par ailleurs, vu le bas niveau auquel se situent les taux d'intérêt, la part du revenu personnel consacrée au service de la dette s'établit actuellement bien en deçà des moyennes historiques.

celle du crédit aux ménages a été relative-
ment robuste.

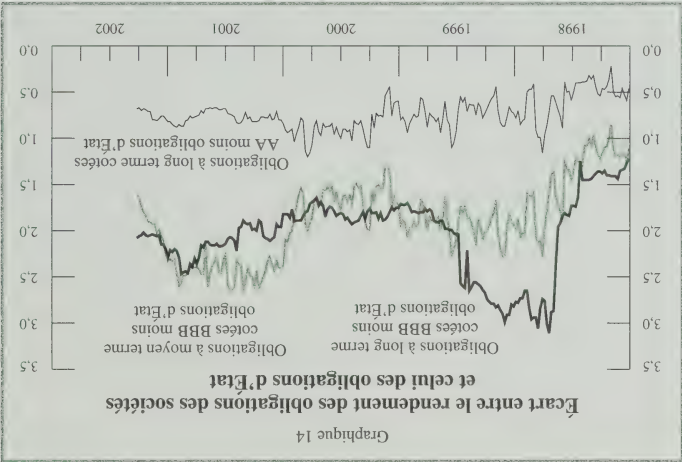
Les autres aspects de l'évolution financière

Les autres aspects de l'évolution financière cadrent avec les

signes d'une reprise économique.

Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne passé, en dépit de facteurs défavorables, notamment la faillite très médiatisée de grandes sociétés nord-américaines. Sur le marché obligataire, cette amélioration s'est traduite par un amincissement des écarts entre les taux de rendement des obligations de sociétés et ceux des obligations d'Etat, comparativement au sommet atteint en novembre (Graphique 14). Les conditions sur les marchés canadiens du papier commercial sont restées relativement stables. Les banques, pour leur part, sont devenues un peu plus prudentes depuis novembre en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux emprunteurs moins bien cotés.

Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne dernier.

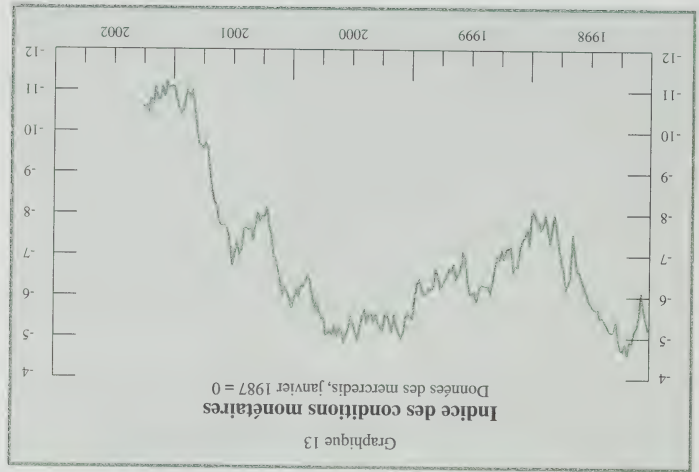
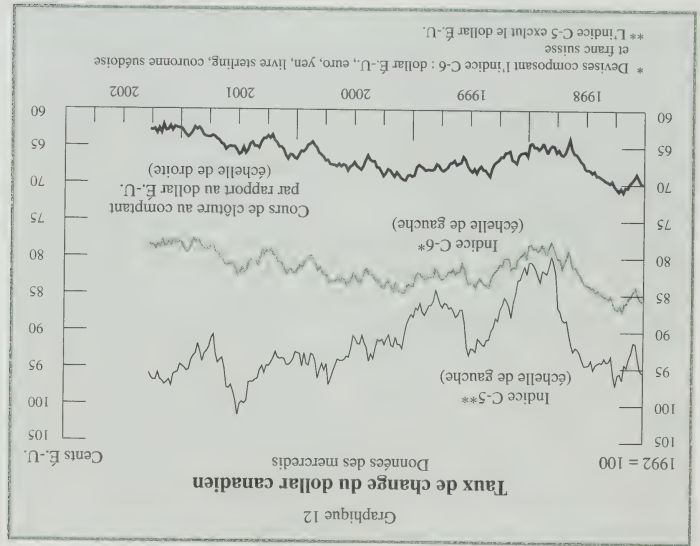


La Bourse de Toronto, qui a subi un recul appréciable après le 11 septembre, affiche aujourd'hui un gain de 20 % environ par rapport au creux enregistré en septembre dernier. Cette progression est attribuable à la réduction de l'incertitude et à l'évolution positive des attentes des investisseurs concernant l'économie.

La croissance du crédit aux entreprises s'est ralentie davantage depuis la parution du *Rapport de novembre* (Graphique 15). Les crédits à court terme consentis aux entreprises, particulièrement les prêts bancaires, se sont inscrits en baisse au cours de la période. Les obligations et, dans une moindre mesure, les actions ont été les principales sources de nouveau financement des entreprises. La lente expansion du crédit aux entreprises cadre avec la réduction des besoins de financement de ces dernières au titre des

Si la croissance du crédit aux entreprises a été lente...

stable depuis. Au cours de la période, elle s'est appréciée vis-à-vis de autres devises (Graphique 12). Depuis novembre 2001, l'indice des conditions monétaires de la Banque a varié entre -11,38 et -10,30. Cet indice se situe actuellement à un niveau similaire à celui de novembre dernier (Graphique 13).



Note technique 2

La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation

Ces dernières années, les taux d'intérêt des titres d'État à long terme au Canada ont relativement peu réagi aux variations des taux à court terme. Malgré les modifications substantielles apportées au taux cible du financement à un jour depuis le milieu de l'année 1997, les taux d'intérêt à long terme ont été assez stables. Cela contraste fortement avec la situation qui existait au début des années 1990, où le lien entre les taux à court terme et à long terme était plus étroit.

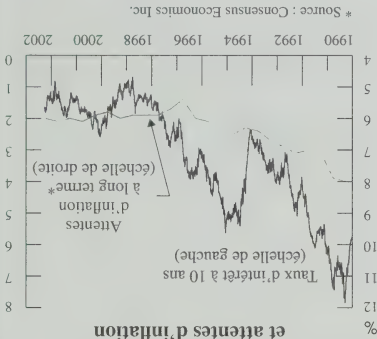
La baisse de la volatilité des taux à long terme peut s'expliquer en partie par la stabilité des attentes d'inflation à long terme¹. Si l'on compare les taux d'inflation prévus à long terme au cours des dernières années à ceux de la première moitié des années 1990, on observe qu'ils sont aujourd'hui beaucoup plus stables. Les attentes d'inflation à long terme se sont ajustées graduellement au régime de cibles d'inflation adopté en février 1991. Elles sont maintenant bien ancrées au taux visé de 2 %, ce qui reflète en partie la crédibilité de l'engagement de la Banque du Canada à maintenir un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

D'un point de vue macroéconomique, la diminution de la volatilité des taux d'intérêt à long terme au Canada comporte de nombreux avantages². Elle réduit l'incertitude, simplifie la planification financière à long terme et favorise les investissements des ménages et des entreprises.

Taux d'intérêt à court et long terme



Taux d'intérêt à long terme et attentes d'inflation



* Source : Consensus Economics Inc.

1. L'amélioration de la situation budgétaire du Canada a également contribué à la stabilité des taux d'intérêt à long terme.
2. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article de Stuber (2001).

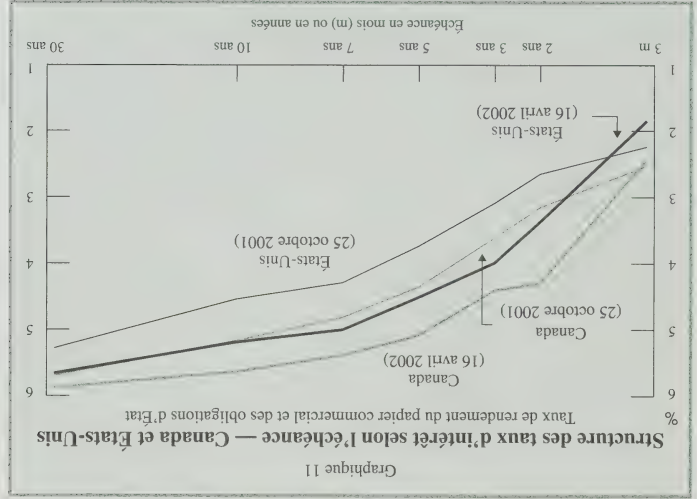
La Réserve fédérale a aussi modifié son évaluation des risques qui pèsent sur les perspectives en matière de stabilité des prix et de croissance économique durable, déclarant que ceux-ci se contreba-

lançaient maintenant.

Les courbes de rendement au Canada et aux États-Unis se sont relevées par rapport à octobre dernier (Graphique 11). Vu le raffermissement de l'activité, les niveaux actuels des contrats à terme indiquent que les opérateurs s'attendent à ce que la Réserve fédérale et la Banque du Canada augmentent leurs taux cibles respectifs dans les mois à venir. Comme le taux à long terme reflète la

moyenne des taux à court terme anticipés, la pente actuelle de la courbe de rendement, caractérisée par des taux courts bien inférieurs aux taux longs, intègre également les attentes d'une majoration des taux à court terme. Les modifications de la pente de la courbe de rendement depuis 1999 s'expliquent surtout par les mouvements de hausse et de baisse des taux courts, les taux longs ayant été beaucoup plus stables que par le passé, du fait surtout que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées (Note technique 2).

Les marchés incorporent maintenant à leurs prix une montée des taux d'intérêt à court terme. Ces marchés incorporent maintenant à leurs prix une montée des taux d'intérêt à court terme. Les taux longs ont été relativement stables, du fait que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées.



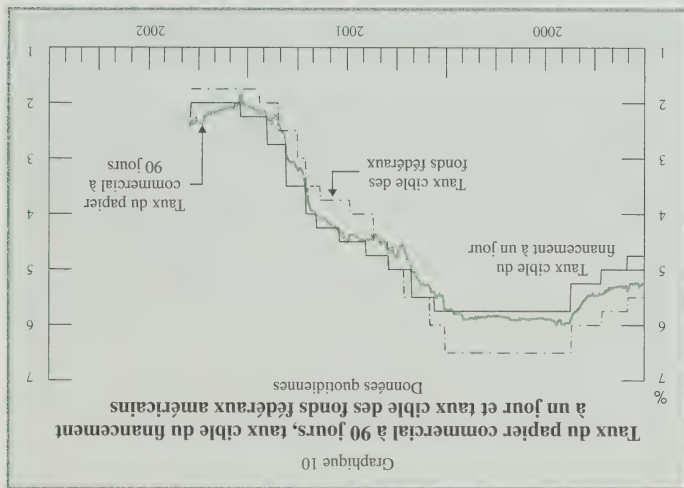
Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien n'a guère varié depuis novembre dernier. Vers la fin décembre et en janvier, notre monnaie s'est repliée par rapport au dollar E.-U., et elle a été assez

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire

La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 27 novembre 2001 et de 25 points de base le 15 janvier 2002, ce qui a porté à 375 points de base la réduction totale de ce taux depuis janvier 2001 (Graphique 10). Ces mesures de politique monétaire ont été prises en réaction à la faiblesse observée et attendue de l'activité intérieure et aux pressions à la baisse qui s'exerçaient en conséquence sur l'inflation future.



Le 5 mars, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2,0 %, une décision qui cadrait avec la publication de données faisant état d'une amélioration des conditions économiques au Canada.

Le 16 avril, à la lumière de renseignements indiquant qu'une reprise solide de l'activité s'était amorcée, la Banque a porté le taux cible du financement à un jour à 2,25 %, atténuant ainsi de façon modeste le degré de détente monétaire en place dans l'économie.

Ces décisions avaient été anticipées dans une large mesure par les marchés financiers.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a amputé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 6 novembre 2001 et de 25 points de base le 11 décembre 2001. Ce dernier a ainsi perdu, au total, 475 points de base entre janvier et décembre 2001. Le 30 janvier et le 19 mars 2002, les autorités monétaires américaines ont décidé de le laisser inchangé, à 1,75 %. À sa réunion du 19 mars,

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du Rapport

27 novembre — réduction de 50 points de base; taux ramené à 2,25 %

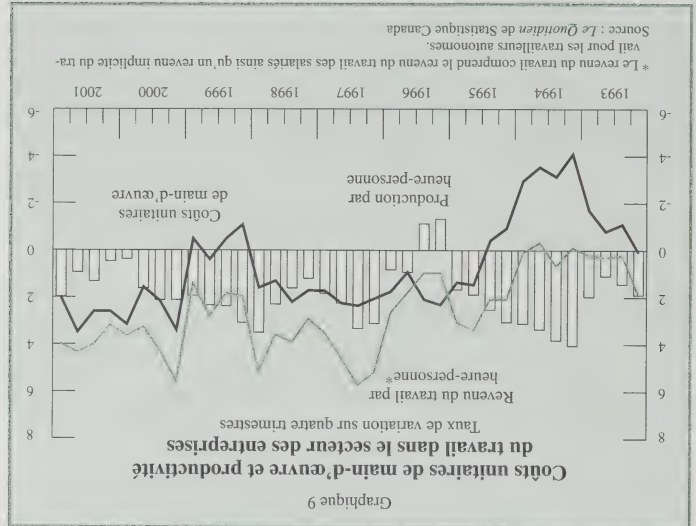
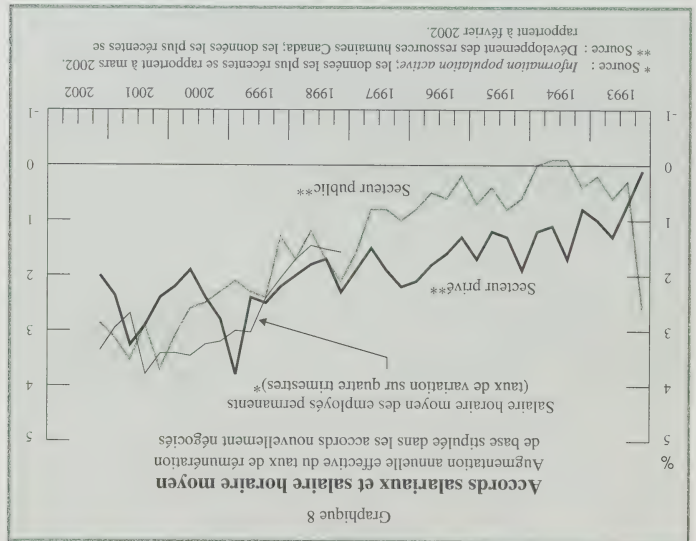
15 janvier — réduction de 25 points de base; taux ramené à 2,00 %

5 mars — aucune modification

16 avril — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,25 %

Les marchés financiers ont anticipé, dans une large mesure, les récentes décisions de politique monétaire.

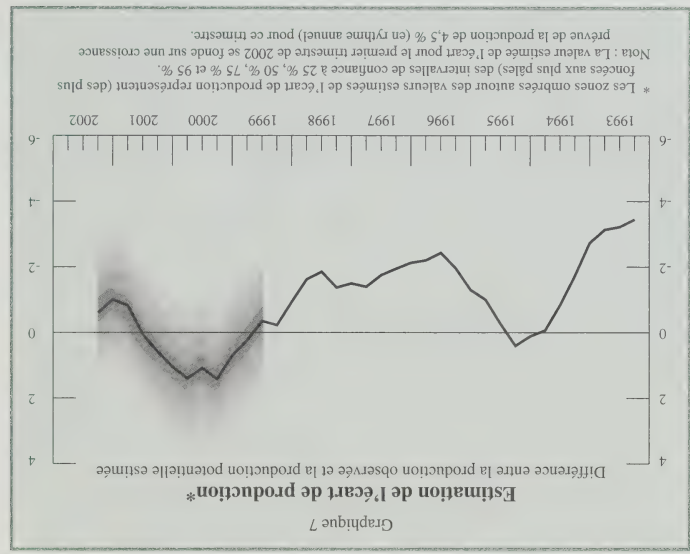
trimestre de 2001, par suite de l'ajustement marqué du nombre d'heures travaillées au ralentissement de l'activité. En conséquence, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se chiffrait, en glissement annuel, à 2 % à la fin de 2001 (Graphique 9). On prévoit que la progression, sur quatre trimestres, de la productivité du travail demeurera aux alentours de 2 % pour les trois premiers mois de 2002.



En se fondant sur ses mesures économiques habituelles de la production potentielle et de l'écart de production, la Banque estime actuellement que la marge de capacités inutilisées s'est accrue au quatrième trimestre de 2001 pour représenter environ 1 % de la production potentielle⁴. La Banque est d'avis, sur la foi de tous les indicateurs disponibles, que l'offre excédentaire qui subsistait au sein de l'économie au début de l'année était légèrement supérieure à ce que ses mesures habituelles laissent entre-voir.

La marge de capacités inutilisées a dû se rétrécir un peu au premier trimestre de 2002, le rythme d'expansion de l'économie dépassant à présent celui de la production potentielle d'après les estimations (Graphique 7). Cela tranche avec les projections antérieures selon lesquelles l'offre excédentaire augmenterait encore au premier semestre de 2002.

... mais la marge de capacités inutilisées a commencé à se résorber.



La maîtrise des coûts

Le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne s'est inscrit récemment dans une plage variant entre 3,5 et 4 %, si l'on se base sur l'évolution des gains horaires moyens des employés permanents et de la rémunération du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises (Graphiques 8 et 9). En glissement annuel, la croissance de la productivité du travail s'est accélérée dans ce secteur pour atteindre 2 % au quatrième

La hausse de la productivité du travail et celle des coûts unitaires de main-d'œuvre s'établissent à 2 % à la fin de 2001.

4. Ce genre d'estimations est toujours entouré d'une grande marge d'incertitude, comme en témoignent les intervalles de confiance illustrés au Graphique 7.

Les compressions des investissements en capital fixe et en stocks des entreprises ont joué un rôle non négligeable dans le ralentissement récent de l'économie canadienne. L'évolution attendue de ces deux catégories de dépenses devrait contribuer de façon importante à la relance de l'économie à brève échéance.

Durant la période de rapide expansion qui a suivi la crise asiatique et précède le récent ralentissement, la demande finale de produits canadiens a connu une forte progression, tant au pays qu'à l'étranger. Cette demande a été satisfaite par une hausse sensible de la production intérieure et des importations. Les entreprises ont alors investi massivement en immobilisations, mais ont laissé leurs stocks diminuer par rapport aux ventes.

La décelation de la croissance de l'économie canadienne, depuis le troisième trimestre de 2000, tient en grande partie au tassement marqué de la progression de la demande aux États-Unis, ce qui témoigne des liens commerciaux étroits qui unissent les deux pays. Les capacités excédentaires et le niveau des stocks par rapport aux ventes ont entraîné en conséquence un ralentissement de la production intérieure. Bien qu'ayant considérablement freiné l'avance de l'économie canadienne vers la fin

de 2001, les compressions des dépenses des entreprises ont néanmoins préparé le terrain à une expansion robuste. À la faveur de la reprise récente de la demande américaine de produits canadiens et de la forte augmentation des dépenses des ménages au Canada, les déséquilibres des stocks se corrigent rapidement. On s'attend donc à ce que les entreprises réduisent leurs stocks moins fortement au premier semestre de 2002, ce qui, en soi, stimulera de façon appréciable la production à court terme. Il est probable, en outre, qu'elles ralentissent le rythme auquel elles contractent leurs investissements au premier semestre, dans la perspective notamment de voir les capacités excédentaires commencer à se résorber. Par conséquent, la baisse des dépenses en capital devrait exercer une pression modérée sur la croissance de l'économie canadienne durant cette période qu'au dernier trimestre de 2001.

Contribution de diverses composantes à la croissance du PIB réel au Canada
(en points de pourcentage)

Composante ^a	Moyenne 1998T3- 2000T4	Moyenne 2000T4- 2001T3	2001T4	Moyenne 2000T4- 2001T4	2001T1 (chiffres estimés)
Consommation	2,0	0,8	2,4	1,2	2,3
Logement	0,2	0,2	0,9	0,3	1,0
Investissements fixes des entreprises	0,9	0,2	-3,3	-0,5	-1,2
Dépenses publiques	0,6	0,6	0,7	0,6	1,0
Exportations	3,7	-2,4	-0,8	-2,2	3,3
Importations	-2,7	2,7	6,0	3,4	-2,5
Investissements en stocks	0,2	-1,3	-3,8	-1,8	0,6
Taux de croissance du PIB réel	4,9	0,8	2,0	1,0	4,5

a. Les chiffres présentés au tableau correspondent à la contribution (en points de pourcentage) de chaque composante au taux de croissance du PIB réel pour la période précisée dans l'entête de la colonne. Abstraction faite des erreurs d'arrondi, la somme des valeurs d'une colonne équivaut au taux de croissance globale. Une contribution négative à la croissance globale.

La plupart des indicateurs confirment que l'économie canadienne s'est retrouvée en situation d'offre excédentaire pendant l'année 2001. Le net ralentissement qu'a connu la croissance du PIB réel l'an dernier s'est traduit par une hausse du taux de chômage et une diminution substantielle de la durée de la semaine de travail. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles que publie Statistique Canada a été très inférieure, au quatrième trimestre de 2001, aux niveaux normaux. Ce relâchement des pressions sur la capacité de l'économie, dont celles que provoquaient les pénuries de main-d'œuvre, est corroboré par la dernière enquête que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes.

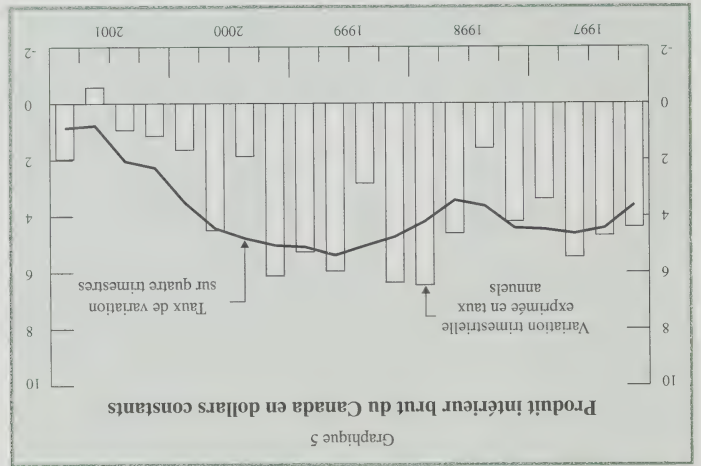
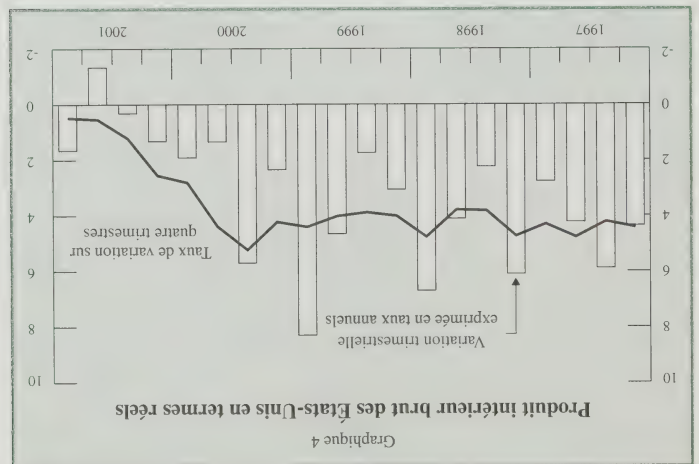
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Par ailleurs, la forte correction des stocks qui a eu lieu au quatrième trimestre, conjuguée au récent rétablissement de la croissance des exportations en volume dû au redémarrage de l'économie américaine, donne à penser que la reprise est bien engagée (Note technique 1). Si l'on ajoute à cela les gains solides enregistrés au chapitre de l'emploi au premier trimestre de 2002, il est permis de supposer que la croissance du PIB réel canadien au premier trimestre avoisinera les 4 1/2 %, et sera donc beaucoup plus élevée qu'on ne s'y attendait dans la *Mise à jour* de janvier.

.. et, de plus, la récente correction des stocks et la reprise de la croissance des exportations présagent une poursuite de l'expansion économique.

L'économie canadienne se trouvait en situation d'offre excédentaire au tournant de 2002...





Le PIB réel du Canada, qui avait légèrement fléchi au troisième trimestre de 2001, a crû de 2 % en rythme annuel au quatrième trimestre de 2001, ce qui contraste fortement avec la croissance nulle projetée dans le *Rapport de novembre 2001* et la *Mise à jour de janvier 2002* (Graphique 5). L'important assouplissement monétaire qui a été opéré et les mesures récentes du gouvernement visant à améliorer la sécurité nationale ont contribué à rétablir la confiance des consommateurs et à faire grimper les dépenses des ménages au titre des biens et services et de logements neufs depuis les événements tragiques de septembre (Graphique 6). La hausse marquée des revenus réels, partiellement attribuable aux réductions passées des

La dépense des ménages s'est considérablement raffermie au Canada depuis l'automne dernier.

3. Les prix du bois d'œuvre ont également été poussés à la hausse par les baisses de production découlant de l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux vers les États-Unis.

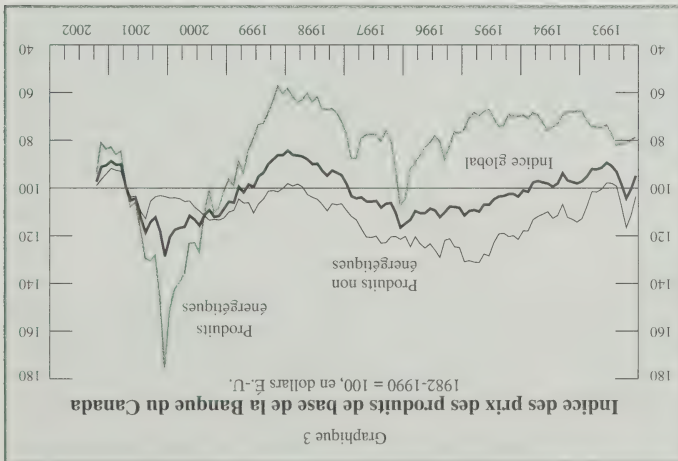
Au dernier trimestre de 2001 et au premier de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été beaucoup plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* de novembre. Par conséquent, l'écart de production estimé par la Banque pour le premier trimestre de cette année est inférieur à ce qui avait été prévu. Après s'être contractée au troisième trimestre de 2001, l'activité économique aux États-Unis s'est redressée au trimestre suivant (Graphique 4). Vers la fin de l'année dernière, les dépenses des ménages américains ont nettement progressé à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de généreux incitatifs à l'achat de véhicules automobiles et du regain de confiance des consommateurs. Parallèlement, les dépenses publiques se sont vivement accrues, sous l'impulsion du rythme accéléré des dépenses militaires. Ces hausses ont été contrebalancées en partie par une nouvelle diminution des investissements des entreprises et la poursuite des efforts que celles-ci déployaient en vue d'écouler rapidement leurs stocks.

La reprise économique est bien engagée, aux États-Unis comme au Canada.

La demande globale

Les facteurs qui influent sur l'inflation

des réductions de la production et des signes de raffermissement de la demande mondiale³.



1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport inter-urbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Le niveau atteint en février par le taux d'accroissement de l'indice de référence (2,2%) a été un peu supérieur aux prévisions. C'est qu'il résulte, en partie, de hausses de prix saisonnières qui se sont produites avant l'heure (et qui ont concerné notamment les vêtements et les chaussures ainsi que certains services liés aux



Après avoir oscillé autour de 2,3% du printemps à l'automne 2001, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi pour s'établir aux environs de 1,7%, en moyenne, de novembre à janvier, avant de remonter à 2,2% en février (Graphique 1). Les autres mesures de l'inflation tendancielle se sont situées à un niveau inférieur ou égal à l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

L'inflation et la fourchette cible

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a avoisiné en moyenne 2%, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3% visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a fortement chuté pour se chiffrer à moins de 2%, en raison du repli marqué des cours mondiaux de l'énergie durant la dernière année.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Après l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence avoisine en moyenne 2%, le point médian de la fourchette cible de la Banque...

1. INTRODUCTION

Lors de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier, deux sujets dominaient l'analyse : le ralentissement économique mondial et les conséquences des attentats terroristes de septembre. Dans la *Mise à jour* de janvier 2002, la Banque faisait état de la tournure favorable du climat géopolitique et du redressement de la confiance des ménages. Elle estimait alors plus probable que l'activité économique au Canada connaisse une progression modeste au premier semestre, puis s'accélère vivement à mesure que l'année avancerait. Le risque que la morosité persiste tout au long de 2002 était contrebalancé par la possibilité d'une croissance robuste dès les premiers mois de l'année si les niveaux de confiance se rétablissaient rapidement.

Selon les données les plus récentes, la reprise de l'économie canadienne s'est amorcée plus tôt et a été considérablement plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait en janvier. Avec le retour rapide de la confiance, la stimulation fournie par les mesures monétaires et budgétaires mises en œuvre a donné lieu à une forte progression des dépenses de consommation et des mises en chantier de logements. Les exportations canadiennes ont également été plus dynamiques que ce qui avait été projeté, grâce à une expansion plus vive que prévu aux États-Unis. Pour satisfaire à la croissance des ventes finales au quatrième trimestre de l'an dernier, les entreprises ont grandement puisé dans leurs stocks, ce qui contribue à la relance de la production en ces premiers mois de 2002.

Le raffermissement de la demande globale au quatrième trimestre de 2001 et au premier trimestre de cette année ayant été plus marqué que prévu, les niveaux d'activité sont aussi plus élevés qu'on ne l'avait escompté; l'économie disposerait donc d'une marge de capacités inutilisées inférieure aux attentes. En outre, durant les premiers mois de 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence était un peu supérieure au niveau auquel on croyait qu'elle allait s'établir.

Bien qu'une forte reprise économique semble être en cours, certaines incertitudes pèsent encore sur les perspectives — tout particulièrement en ce qui a trait à la rapidité et à l'ampleur de la remontée des investissements fixes des entreprises et aux répercussions possibles de l'évolution de la situation politique au Proche-Orient sur les prix du pétrole et sur l'économie mondiale. Le défi que les autorités monétaires doivent relever d'ici la fin de cette année et en 2003 est d'aider l'économie à atteindre à nouveau son plein potentiel, et à s'y maintenir, en veillant à ce que la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % soit réalisée. Pour ce faire, il faudra réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place à l'heure actuelle.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préliminaire du 16 avril 2002.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

La cible

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects, fondamentales — en appelées *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	6
L'inflation et la fourchette cible	6
Les facteurs qui influent sur l'inflation	8
3. L'évolution financière	14
Les mesures de politique monétaire	14
Le taux de change et les conditions monétaires	15
Les autres aspects de l'évolution financière	18
4. Les perspectives en matière d'inflation	20
La conjoncture internationale	20
La demande et l'offre globales au Canada	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation	23
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	24
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	25
Les prévisions relatives à l'inflation	26
5. Conclusions	28
Bibliographie	29
Notes techniques	
1. Le cycle économique actuel au Canada	11
2. La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation	16
3. Le cycle économique actuel aux États-Unis	21

Le Canada a accompli d'importants progrès sur le plan économique au cours de la dernière décennie. Notre politique monétaire bénéficie maintenant d'un solide point d'ancrage, et les attentes en matière d'inflation sont fermement arrêtées. La cible d'inflation et le régime de changes flottants se conjuguent bien dans la pratique et même se renforcent mutuellement. L'approche que nous avons adoptée a donné des résultats extraordinaires [...] et nous attendons à ce qu'elle demeure la pierre d'assise de notre prospérité future.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
20 février 2002

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— avril 2002 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duquay.*

BANQUE DU CANADA

La pièce d'or de 200 \$ reproduite en couverture est l'œuvre de l'artiste John Mantha. Émise en 1995, elle illustre la fabrication du sirop d'érable, une tradition typiquement canadienne. Ce sont les peuples autochtones qui ont enseigné aux premiers colons à recueillir la sève de l'érable à sucre puis à la faire bouillir pour la transformer en sirop et en sucre. La partie de sucre est vite devenue un rituel du printemps au Canada et, encore aujourd'hui, l'érable familiale traditionnelle est au cœur de cette industrie agricole si particulière.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4911

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé



— avril 2002 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2002 –

Summary

Overview

Canada's economic outlook has improved significantly since the November *Monetary Policy Report*. At that time, the uncertainties surrounding the global economic slowdown and the possible consequences of the September terrorist attacks dominated the outlook. But economic and geopolitical uncertainties have since diminished amid evidence that a robust recovery is underway in Canada. In fact, the optimistic scenario laid out last autumn—a rapid recovery of consumer confidence leading to early, strong growth—appears to have materialized.

In light of this, the Bank began to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy, raising the target for the overnight rate of interest by 25 basis points to 2.25 per cent on 16 April.

Nonetheless, important risks and uncertainties remain. Household spending could be stronger than projected because of the monetary stimulus in place. But spending could also be weaker than anticipated if a greater-than-assumed share of the recent strength in spending was, in fact, borrowed from future expenditures. There is continuing uncertainty about the timing and strength of the recovery in business fixed investment. And there is increased uncertainty about

how recent political developments in the Middle East could affect crude oil prices and the global economy.

Highlights

- The outlook for the Canadian economy has improved significantly in the past several months, owing partly to the substantial amount of monetary stimulus provided during the past year.
- On 16 April, the Bank raised its target for the overnight rate of interest by 25 basis points to 2.25 per cent.
- Average annual growth for 2002 is expected to be in a range of 2 1/4 to 3 1/4 per cent, rising to between 3 and 4 per cent in 2003.
- The Bank projects that the level of production in the economy will return to full capacity in the second half of 2003. Inflation should be at the 2 per cent target by about the end of 2003. But there are risks to this projection, in both directions, from economic and political sources.
- As the economy approaches its capacity, the task for monetary policy is to gauge economic strength and the implications for future inflation. This means reducing the substantial amount of stimulus in place in a timely and measured manner.

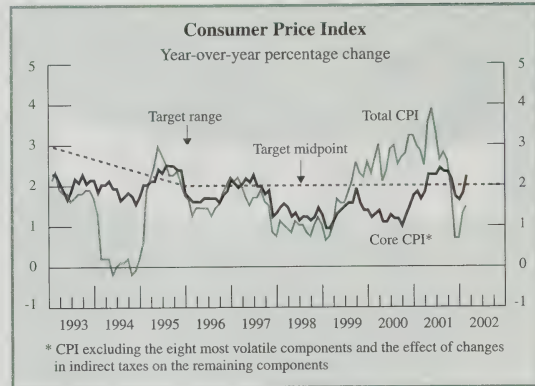
Recent Economic and Financial Developments

After contracting slightly in the third quarter of last year, the Canadian economy grew at an annualized rate of 2 per cent in the fourth quarter. Current estimates place real GDP growth in the first quarter of 2002 at an annualized rate of about 4 1/2 per cent. These figures are markedly stronger than the projections in the *November Report* and the *January Update*.

Several factors led to this outcome. The Bank eased monetary policy substantially during the year, which helped support domestic demand, particularly in the housing and automotive sectors. From January 2001 through January 2002, the Bank lowered its target for the overnight interest rate ten times, by a total of 375 basis points. The tax cuts implemented at the start of 2001, as well as spending on security after last September's terrorist attacks, also helped to boost consumer confidence. Motor vehicle dealers offered financing incentives, which stimulated consumer spending. And, with the U.S. economy recovering more quickly than expected, Canada's exports have been stronger than forecast.

With the slowdown last year, the economy moved into a position of excess supply. But with unexpectedly strong growth in the fourth quarter, the output gap is smaller than was anticipated in the *November Report*.

The Bank's conventional estimate suggests that the degree of economic slack was about 1 per cent of GDP at the end of 2001. After considering all indicators, the Bank's judgment is that the amount of slack was somewhat greater than this estimate would suggest. But with the economy expanding strongly in the first quarter of 2002, the amount of slack has begun to diminish.



Core inflation fell below 2 per cent at the end of 2001. But at 2.2 per cent in February, it was somewhat higher than expected. Part of this surprise was the result of a change in the timing of some seasonal price increases and so should be reversed soon. The depreciation of the Canadian dollar over the past two years also had some effect on food prices. Total consumer price index (CPI) inflation moved down more sharply than core inflation at the end of last year, and remained below core inflation in early 2002, mainly because of last year's sizable decline in world oil and natural gas prices.

Prospects for Growth

With substantial monetary stimulus currently in place, household spending should continue to contribute to economic growth. Increasing exports and the reduced need for businesses to cut inventories should also act as supports, as will progressively smaller declines in business investment. Strong employment gains during the first quarter should lead to disposable income growth and underpin consumption. All told, growth in the first half of 2002 is expected to average between 3 1/2 and 4 1/2 per cent on an annualized basis.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- avril 2002 -

Sommaire

Survol de la situation

Les perspectives de l'économie canadienne se sont sensiblement améliorées depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier. À ce moment-là, elles étaient dominées par l'incertitude que soulevaient le ralentissement économique mondial et les répercussions possibles des attentats terroristes de septembre. Depuis, les craintes entourant l'évolution des conjonctures économique et géopolitique se sont atténuées, et divers signes témoignent d'une solide reprise de l'activité au Canada. En fait, le scénario optimiste que nous exposions dans le *Rapport* de novembre — à savoir un rétablissement rapide de la confiance des ménages qui donnerait lieu à une croissance robuste de l'économie dès les premiers mois de 2002 — semble s'être matérialisé.

À la lumière de cette évolution, la Banque a commencé à réduire la forte détente monétaire en place et a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 16 avril pour le porter à 2,25 %.

Toutefois, certains risques et certaines incertitudes de taille subsistent. Par exemple, la dépense des ménages pourrait être plus vigoureuse que prévu en raison de l'assouplissement monétaire opéré antérieurement. Mais elle pourrait aussi être inférieure aux attentes si son dynamisme récent tient encore plus qu'on ne le suppose à des dépenses anticipées. Par ailleurs, on ne sait toujours pas à quel moment s'amorcera la reprise des investissements fixes ni quelle sera son ampleur. Et il y a de plus en plus

d'incertitude quant aux répercussions que pourrait avoir l'évolution récente de la situation politique au Proche-Orient sur les cours du pétrole brut et sur l'économie mondiale.

Faits saillants

- Les perspectives de l'économie canadienne se sont considérablement améliorées ces derniers mois, en partie grâce à l'important assouplissement monétaire opéré au cours de la dernière année.
- Le 16 avril, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 2,25 %.
- Le taux de croissance pour l'année devrait se situer dans une plage de 2 1/4 à 3 1/4 % en 2002 puis augmenter pour s'établir entre 3 et 4 % en 2003.
- La Banque prévoit que l'économie tournera de nouveau à plein régime au deuxième semestre de l'an prochain et que l'inflation se chiffrera à 2 %, le taux qu'elle vise, vers la fin de 2003. Mais des risques, à la hausse comme à la baisse, liés à l'évolution économique et politique pèsent sur ces projections.
- Les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité, ainsi que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire la forte détente monétaire en place.

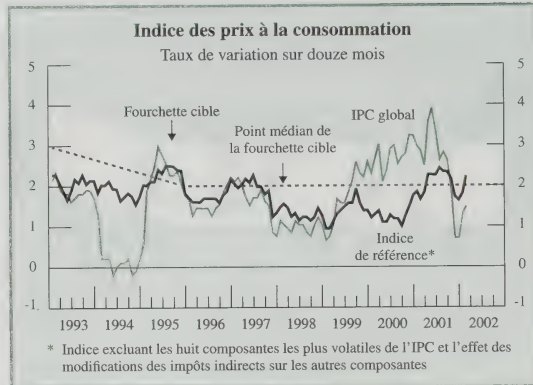
L'évolution économique et financière récente

Après s'être légèrement contractée au troisième trimestre de 2001, l'activité économique au Canada a crû de 2 % en rythme annuel au trimestre suivant. Selon les estimations actuelles, le taux de croissance annualisé du PIB réel s'établirait à environ 4 1/2 % au premier trimestre de 2002. Ces chiffres sont bien supérieurs à ceux avancés dans le *Rapport* de novembre dernier et la *Mise à jour* de janvier 2002.

Plusieurs facteurs expliquent ce revirement. La Banque a considérablement assoupli les conditions monétaires durant l'année, ce qui a contribué à soutenir la demande intérieure, particulièrement au titre des logements et des véhicules automobiles. De janvier 2001 à janvier 2002, elle a réduit le taux cible du financement à un jour à dix reprises, lui retranchant au total 375 points de base. Les baisses d'impôts mises en œuvre au début de 2001 et les dépenses consacrées à l'amélioration de la sécurité au pays dans la foulée des attentats terroristes de septembre ont aussi aidé au rétablissement de la confiance des consommateurs. Les dépenses de ces derniers ont également été stimulées par les incitatifs financiers offerts par les concessionnaires de véhicules automobiles. En outre, à la faveur du redressement plus rapide que prévu de l'économie américaine, les exportations canadiennes ont été plus vigoureuses que ce qui avait été projeté.

Le ralentissement qui a frappé l'activité l'an dernier a engendré une offre excédentaire au sein de l'économie. Mais comme le rythme d'expansion a été supérieur aux attentes au quatrième trimestre, l'écart de production est moindre que ce que nous avions prévu lors de la rédaction du *Rapport* de novembre.

L'estimation établie par la Banque à l'aide de ses mesures économétriques habituelles donne à penser que la marge de capacités excédentaires représentait environ 1 % du PIB à la fin de 2001. Sur la foi de tous les indicateurs disponibles, la Banque est d'avis que cette marge était légèrement supérieure à ce que ses me-



sures habituelles laissent entrevoir. Étant donné la forte croissance que connaît l'économie au premier trimestre de 2002, la marge de capacités inutilisées a toutefois commencé à se rétrécir.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est tombée sous les 2 % à la fin de 2001, mais elle est remontée à 2,2 % en février, ce qui est un peu supérieur aux projections. Cela est dû, en partie, à des hausses de prix saisonnières qui se sont produites avant l'heure et dont les effets devraient bientôt s'inverser. La dépréciation qu'a subie le dollar canadien au cours des deux dernières années a aussi eu une incidence sur les prix des aliments. Le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) global a fléchi davantage que celui de l'indice de référence à la fin de 2001 et est demeuré inférieur à ce dernier durant les premiers mois de 2002, en raison surtout du recul important enregistré l'an dernier par les cours mondiaux du pétrole et du gaz naturel.

Les perspectives de croissance

À la faveur des conditions monétaires fortement expansionnistes en place, la dépense des ménages devrait continuer d'alimenter la croissance économique. La relance des exportations, le fait que les entreprises sentent moins le besoin de réduire leurs stocks, de même que le ralentissement du rythme auquel elles contractent leurs investissements, devraient également contribuer à soutene-

nir l'activité. Les solides gains enregistrés par l'emploi au premier trimestre devraient favoriser l'augmentation du revenu disponible et des dépenses de consommation. En somme, nous nous attendons à ce que l'expansion économique se situe en moyenne entre 3 1/2 et 4 1/2 %, en taux annualisé, au premier semestre de 2002.

Au second semestre, le rythme de la croissance s'établira, selon nos prévisions, dans une plage de 3 à 4 % et dépassera celui de la production potentielle, évalué à environ 3 % annuellement. La tournure favorable des événements depuis le début de l'année a stimulé la confiance des entreprises et devrait donner lieu à un accroissement des investissements de ces dernières. La Banque s'attend ainsi à ce que le taux de croissance pour l'année se situe entre 2 1/4 et 3 1/4 % en 2002 et à ce qu'il atteigne 3 à 4 % en 2003.

L'expansion de l'économie canadienne sera aussi soutenue par le renforcement de la demande aux États-Unis. Nous prévoyons que la progression de l'activité dans ce pays sera de près de 4 % au premier semestre de 2002, un taux nettement supérieur à ce qui avait été avancé dans la dernière livraison du *Rapport*, puis qu'elle ralentira pour se chiffrer à 3 1/4 % au second semestre. La Banque estime que le rythme de croissance aux États-Unis s'établira à environ 2 1/2 %, en moyenne annuelle, sur l'ensemble de 2002, plutôt qu'à 1 % comme il avait été projeté en novembre. Pour 2003,

nous nous attendons à ce que ce rythme atteigne quelque 3 1/2 %.

Les grandes économies européennes devraient croître de près de 1 1/4 % en moyenne en 2002, taux qui grimpera à 3 % en 2003, à mesure que la reprise s'intensifiera. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles risque d'entraîner un nouveau recul d'environ 1 1/2 % cette année. Cependant, l'activité dans ce pays pourrait enregistrer une progression de quelque 1 % en 2003, à la faveur du redressement de l'économie américaine et de la détente des conditions monétaires. De nombreuses économies de marché émergentes donnent aussi de nets signes de reprise.

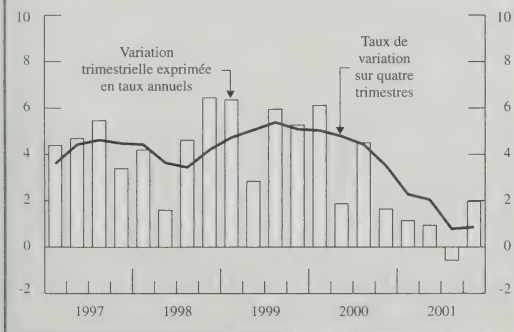
Les perspectives en matière d'inflation

De façon générale, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera en moyenne légèrement en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003, puis qu'elle remontera à 2 %, le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation que vise la Banque, vers la fin de 2003.

L'économie canadienne demeurera en situation d'offre légèrement excédentaire tout au long de 2002 et durant le premier semestre de 2003, ce qui aura pour effet d'exercer certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Toutefois, comme la croissance affichée ces deux derniers trimestres a été plus vigoureuse que prévu, l'écart de production est inférieur à ce que nous avions escompté, et il est en train de se rétrécir. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait disparaître totalement au second semestre de 2003, plus tôt donc que nous ne l'avions projeté antérieurement.

D'autres facteurs pourraient exercer de modestes pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des mois à venir. La baisse qu'a accusée le dollar canadien pendant les deux dernières années pourrait faire monter certains prix, tout comme l'augmentation des primes d'assurance

Produit intérieur brut du Canada en dollars constants



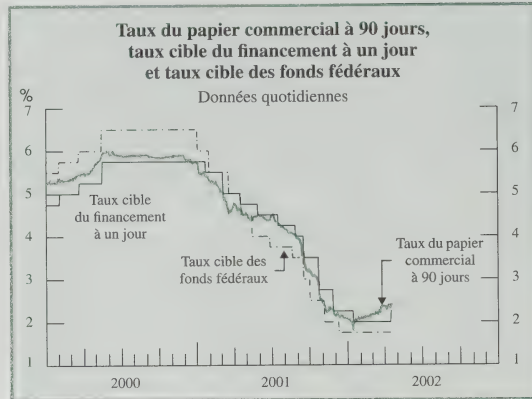
et d'autres coûts liés à la sécurité, attribuable aux attentats terroristes de septembre dernier.

Les fluctuations des cours du pétrole et du gaz naturel continueront d'avoir une incidence considérable sur l'inflation mesurée par l'IPC global. Dernièrement, l'évolution de la situation politique au Proche-Orient a ajouté à l'incertitude entourant la trajectoire des prix à court terme. Si les cours du pétrole brut se maintiennent en moyenne entre 22 et 26 dollars É.-U. le baril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'au milieu de l'année. La Banque prévoit qu'il s'établira, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à 2 % vers la fin de 2003.

Conclusions

Compte tenu du redémarrage de la croissance en Amérique du Nord, l'économie devrait de nouveau tourner à plein régime au second semestre de l'an prochain, et l'inflation, se chiffrer à 2 %, le taux visé par la Banque, vers la fin de 2003.

Certains risques pèsent sur ces perspectives. Le fort assouplissement monétaire opéré pourrait pousser la croissance de l'activité au-delà de ce que nous escomptons. Par contre, la progression de la dépense des ménages pourrait ne pas être aussi vigoureuse que prévu, si le dynamisme observé récemment à ce chapitre s'avère tenir encore plus que nous ne le supposons à des dépenses anticipées. Il subsiste de l'incertitude quant au moment et à l'ampleur de la reprise des investissements des entreprises et des exportations, en raison principale-



ment de la fragilité de la confiance des entreprises à l'échelle internationale. De plus, bien que les risques d'ordre géopolitique entachant les perspectives économiques mondiales se soient atténués depuis septembre dernier, l'évolution de la conjoncture politique au Proche-Orient pourrait continuer de se répercuter sur les cours du pétrole brut, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'économie mondiale.

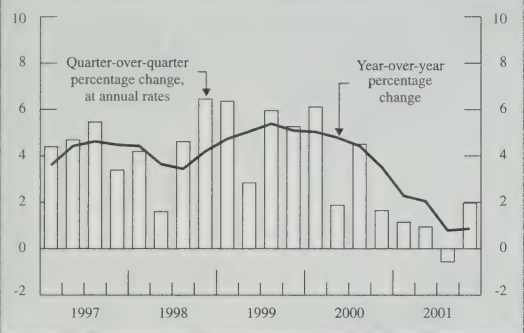
Dans ces circonstances, et à la lumière des risques à la hausse et à la baisse pesant sur les perspectives, les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité de production, de même que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire la forte détente monétaire en place afin de maintenir l'inflation aux alentours du taux visé de 2 % et de contribuer ainsi à soutenir la croissance de l'activité et la pleine utilisation des capacités à moyen terme.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;

site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Gross Domestic Product in Constant Dollars for Canada



The Bank expects that the economy will expand in the second half in a range of 3 to 4 per cent, above the rate of growth of potential output—estimated at about 3 per cent annually. Favourable developments thus far in the first half have raised business confidence and should lead to increased investment. Overall, the Bank projects average annual growth in 2002 of between 2 1/4 and 3 1/4 per cent, rising to between 3 and 4 per cent in 2003.

Also supporting the Canadian economy will be strengthening demand in the United States. U.S. economic growth is expected to be close to 4 per cent in the first half of this year, significantly stronger than projected in the November *Report*. Growth in the second half is projected to slow to 3 1/4 per cent. For the full year, the Bank expects average annual growth of about 2 1/2 per cent, up from the 1 per cent expected in the November *Report*. U.S. growth in 2003 is expected to be about 3 1/2 per cent.

The major European economies should see growth of close to 1 1/4 per cent on an average annual basis this year. This should reach 3 per cent in 2003 as the recovery gains momentum. Although continuing structural problems will likely cause the Japanese

economy to shrink by about 1 1/2 per cent this year, growth should rebound to about 1 per cent in 2003, thanks to the U.S. recovery and easier monetary conditions. A number of emerging-market economies are also showing important signs of recovery.

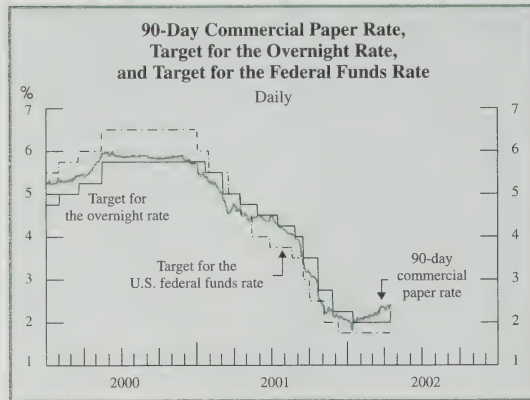
The Outlook for Inflation

Overall, the Bank expects core inflation to average just under 2 per cent in the second half of this year and the first half of 2003, before moving back to the 2 per cent target midpoint of the Bank's inflation-control range by about the end of next year.

A modest amount of excess supply in the Canadian economy will put some downward pressure on core inflation throughout 2002 and in the first half of 2003. However, the unexpectedly strong growth of the past two quarters means that the output gap is smaller than previously thought and is currently narrowing. Thus, the excess supply in the economy will likely be eliminated in the second half of 2003—earlier than previously projected.

Other factors could put some modest upward pressure on core inflation in the period ahead. The depreciation of the Canadian dollar over the past two years could raise some prices, as could the effects of higher insurance and other security costs following last September's terrorist attacks.

Swings in oil and gas prices will continue to have a major impact on total CPI inflation. Recent political developments in the Middle East have created additional uncertainty about prices over the near term. If crude oil prices continue to average between US\$22 and US\$26 per barrel, total CPI inflation should stay below the core rate through mid-year. The Bank is projecting that total CPI inflation, like



core inflation, will be at 2 per cent by about the end of 2003.

Conclusions

With robust growth resuming in North America, the level of production in the Canadian economy should return to full capacity in the second half of 2003, and inflation will be at the Bank's 2 per cent target by about the end of 2003.

There are risks to this outlook. Given the amount of monetary stimulus in place, growth could be even stronger than projected. But it is also possible that household spending may be weaker than expected, if more of the recent spending than assumed was borrowed from future expenditures. Uncertainty still surrounds the timing and strength of the pickup in business investment and exports, mainly

because of the fragility of global business confidence. And while geopolitical risks to the world economic outlook have declined since September, recent political developments in the Middle East could continue to affect crude oil prices, with possible repercussions for the global economy.

Given this background and the risks in both directions, the task for monetary policy will be to gauge the strength of the economy as it approaches its capacity to produce, and the implications for future inflation. This means reducing, in a timely and measured manner, the substantial amount of monetary stimulus now in place. The aim is to keep inflation close to the Bank's 2 per cent target, thereby helping to sustain economic growth at full capacity over the medium term.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

CA1
FN73
- M56

Government
Publications

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2002 —



This 1995 \$200 gold coin, designed by artist John Mantha, celebrates the Canadian tradition of producing maple syrup. Canada's First Peoples taught the early colonists how to gather the sap from the sugar maple and boil it down to produce syrup and sugar. Sugaring off soon became a Canadian rite of spring, and the traditional family-operated sugar bush is still an important part of this unique agricultural industry.

*Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9*

4923
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2002 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.*

Canada's recent strong performance isn't just good luck. It is the result of having a solid policy framework, both in terms of inflation and fiscal control. . . . We stuck to that framework during the recent economic turmoil, and we are now seeing a clear payback for the tremendous investment that Canadians made. . . . That framework holds and will continue to serve us well. If anyone still needs convincing of that, Canada's recent economic performance provides compelling evidence.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada
18 September 2002*

CONTENTS

1. Introduction	5
2. Recent Developments in Inflation	6
Inflation and the target range	6
Factors at work on inflation	9
3. Financial Developments	15
Corporate and household financial conditions	15
Policy actions	19
Exchange rate and monetary conditions	20
4. The Outlook for Inflation	21
International background	21
Aggregate demand and supply in Canada	22
Measures of inflation expectations	23
Other factors affecting inflation	24
Implications of money growth for inflation	25
Inflation projection	26
5. Conclusions	28
Bibliography	29
Boxes	
1. Core Inflation and Its Components	8
2. Alternative Indicators of Capacity Pressure	12
3. Business-Financing Conditions and Aggregate Demand	16

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001. In this last case, the extension was to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of the range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

Over the past year, Canada's economy has outperformed the economies of virtually all the other major industrial countries. The Canadian economy has been expanding at a rate above its growth potential, with levels of activity now close to full production capacity, and there have been remarkable gains in employment. Core inflation has averaged somewhat higher than the Bank of Canada's 2 per cent target. In these circumstances, monetary policy has been directed towards reducing the substantial amount of monetary stimulus in a timely and measured way.

While our domestic economy has enjoyed strong growth, the global economic recovery has been proceeding at a slower pace than anticipated. Since the last *Monetary Policy Report*, economic, financial, and geopolitical developments have contributed to a more moderate and less certain outlook for global economic growth. These developments include further adjustments in response to past excesses in capital spending, declines in equity prices, rising risk premiums, concerns about corporate governance and financial reporting, geopolitical developments in the Middle East, and concerns about the situation in several Latin American countries.

These developments can potentially affect the Canadian economy through a number of channels. Slower growth abroad would affect exports, those to the United States being the most important. Spending by corporations and households within Canada could also be affected through increases in the cost of capital, declines in wealth as a result of falling equity prices, and tighter credit conditions. Concerns about corporate governance and an unsettled geopolitical situation also increase uncertainty, which could cause households and corporations to postpone spending until a clearer picture emerges.

This *Report* presents a detailed assessment of the global and domestic factors that are shaping the outlook for the Canadian economy through 2003. As well, it discusses the factors that are expected to push core inflation higher over the coming few months. It remains the Bank's view that the underlying economic situation will require further reductions in the amount of monetary stimulus. The timing and extent of policy adjustments will depend on the Bank's ongoing assessment of global and domestic developments and their implications for pressures on capacity and inflation in the Canadian economy.

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 . . .

. . . while the global economic recovery has been proceeding at a slower pace.

This Report considers the global and domestic factors shaping the Canadian economic outlook.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 16 October 2002.

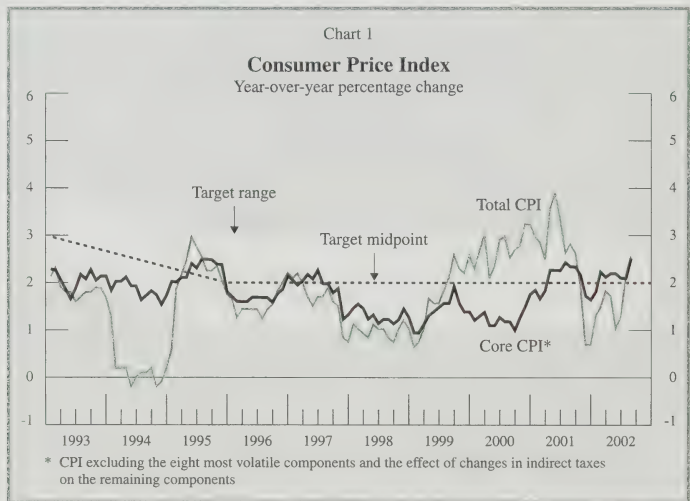
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Since February 2002, core CPI inflation has been above the 2 per cent target midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range. The rate of increase in the total CPI has moved up markedly to just above the core rate, reflecting the effects of a sharp increase in tobacco taxes and a marked rebound in crude oil prices.

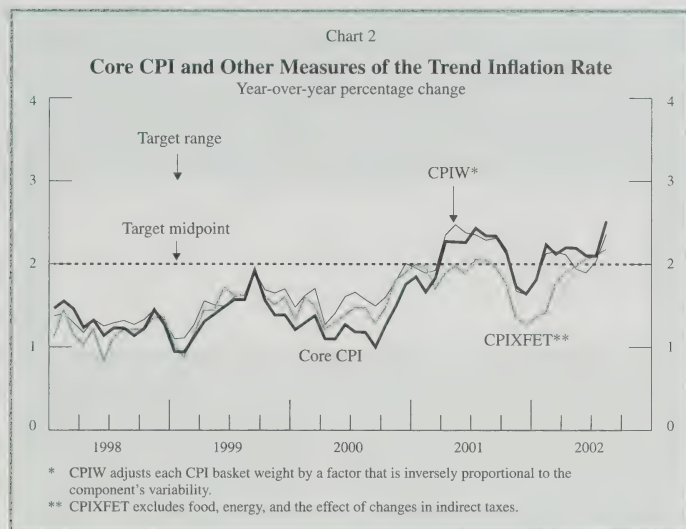
Inflation and the target range

Since early 2002, core inflation has been above the 2 per cent target midpoint . . .

Core CPI inflation has been running above the level expected in the *April Report* (Chart 1).¹ Between February and July, core inflation was steady at around 2.2 per cent. In August, it rose to 2.5 per cent. Other measures of the trend rate of inflation have been lower than the core rate, but in August they were all above the 2 per cent target midpoint (Chart 2).



1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



The higher-than-expected level of core inflation largely reflects unusual increases in both insurance premiums and electricity prices (Box 1). Premiums for home and, particularly, auto insurance have increased substantially, largely in response to an increase in the value of claims as well as recent low returns on portfolio investments by the insurance industry. Together, increases in home and automobile insurance costs contributed 0.7 percentage points to core inflation in August. As well, there was a recent weather-related jump in electricity prices in Ontario, which is expected to be largely reversed in coming months.² Core inflation has also been affected by strong demand for housing and furnishings, which has put upward pressure on the prices of these items. In addition, past increases in import costs arising from the depreciation of the Canadian dollar since early 2000 continued to put some upward pressure on prices.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.6 per cent in August, up markedly from 1.5 per cent in February. Total CPI inflation moved up earlier than had been expected at the time of the April Report, although the convergence of core and total CPI inflation had been foreseen. Crude oil prices rebounded sharply earlier this year, mainly reflecting fears of supply disruptions in the event

... and the rate of increase in the total CPI has moved up markedly, to just above the core rate.

2. With changes in the structure of the market for electricity in Ontario, the base cost for electricity to consumers has risen. In addition, wholesale electricity prices have become more sensitive to demand conditions. Other cost components of the retail price of electricity, such as transmission and distribution, continue to be regulated.

Box 1

Core Inflation and Its Components

The higher-than-expected level of core inflation to date in 2002 has chiefly reflected unanticipated increases in certain service components of the core CPI. Typically, the prices of final services increase at a faster pace than the prices of final goods, chiefly owing to lower productivity growth in the service sectors than in the goods sectors. However, the divergence in yearly price increases between goods and services has widened considerably this year. Large increases in insurance costs for homes and, particularly, automobiles helped push the year-over-year increase in the prices of core services to 3.5 per cent in August. This rise in insurance costs mainly reflects a rise in the value of claims combined with recent low returns on portfolio investments. Core shelter costs have also risen faster this year, owing to increases in the cost of building new homes and strong demand for housing. The year-over-year rate of increase in Statistics Canada's new-housing-price index, which feeds into the shelter component of the core CPI, rose from 3.1 per cent in the first quarter of this year to 4.0 per cent in the second.

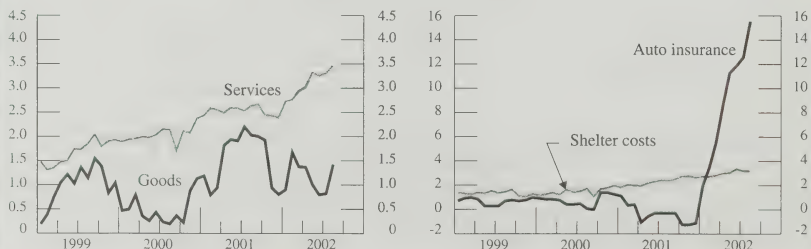
In contrast to the prices of services, the prices of the goods in the core CPI basket rose at a modest 1.4 per cent in August relative to a year earlier. This was the result of price reductions or only modest price increases for such items as automobiles, other durable goods, clothing, and footwear. Electricity prices, however, have increased considerably in Ontario. This reflects both higher base costs to consumers and the effects of weather-related demand pressures in July and August.

In the housing market, strong new home construction and an increase in new listings relative to sales have increased supply. As a result, the acceleration in the year-over-year rate of increase in housing prices appears to have abated, though the rate of increase remains high. If supply continues to catch up to demand, we can expect the rate of increase of new home prices and the shelter component of the core CPI to moderate slightly moving forward. It is even more difficult to foresee the pace of price increases for automobile insurance, although somewhat smaller month-to-month increases are expected. Nonetheless, since these increases in housing prices and automobile insurance premiums are not expected to be reversed in the coming months, these components are expected to keep the 12-month rate of increase in the core CPI relatively high well into 2003.

In contrast, the weather-related element of the increases in electricity prices in Ontario is expected to be reversed in the near term, and hence, its contribution to the 12-month rate of increase in the core CPI should diminish.

Components of Core Inflation

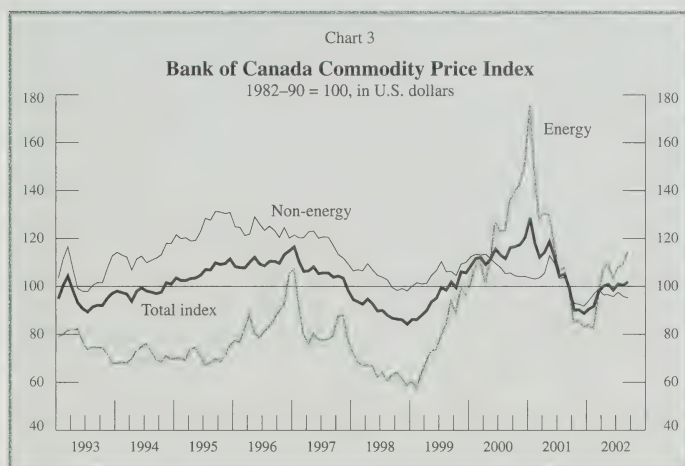
Year-over-year percentage change



of an outbreak of hostilities in the Middle East (Chart 3). Added pressure from substantial increases in tobacco taxes also exacerbated the rise in the total CPI.

In contrast to recent energy-price developments, the prices of non-energy commodities, after picking up early this year with the recovery of global demand, have edged down since mid-April, as expectations of global economic growth have eased (Chart 3). In particular, the price of lumber fell considerably, partly because U.S. operators were using up stocks built up prior to confirmation by the U.S. government of duties on softwood lumber. Base metal prices also declined, though to a lesser extent, as demand softened. At the same time, higher supplies contributed to lower livestock prices. In contrast, grain prices rose considerably, chiefly reflecting the impact of the severe droughts in western Canada and elsewhere.

Overall, non-energy commodity prices have edged down since mid-April.

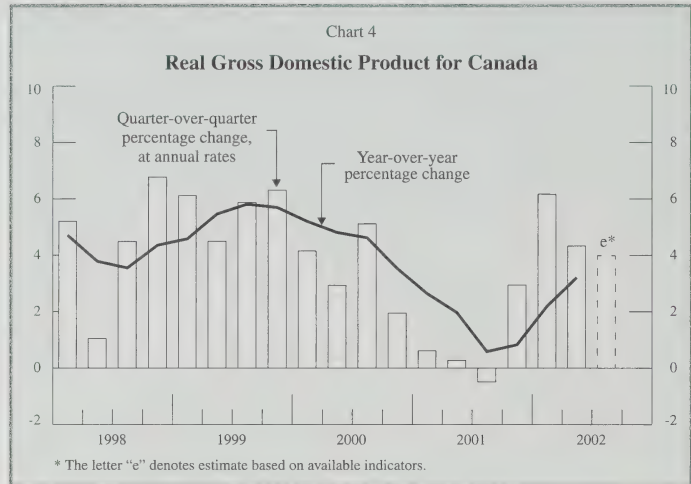


Factors at work on inflation

Aggregate demand

During the first three quarters of 2002, the Canadian economy grew at a somewhat faster pace than projected in the last Report. Real GDP surged at an annual rate of 5.2 per cent in the first half of this year, and the most recent indicators for spending and employment suggest that real GDP likely advanced at a pace of about 4 per cent in the third quarter (Chart 4). As a result, the economy has moved towards full production capacity more quickly than was expected in April.

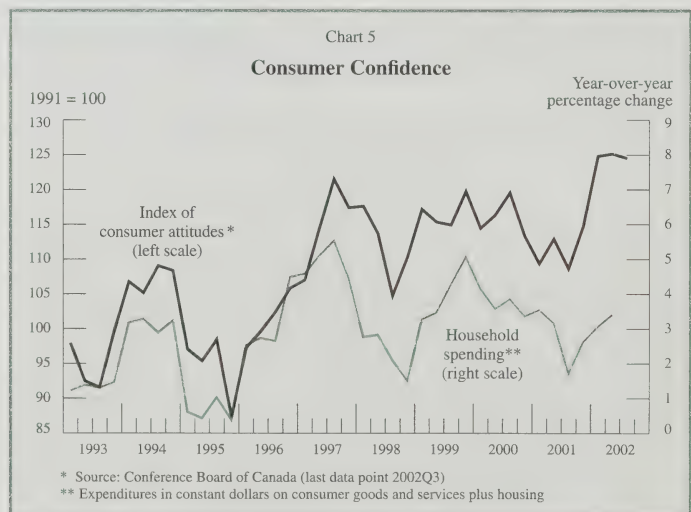
In the first three quarters of 2002, the Canadian economy grew faster than expected.



Household spending in Canada has risen strongly ...

... while export growth and the resumption of stock-building have also contributed to robust economic expansion.

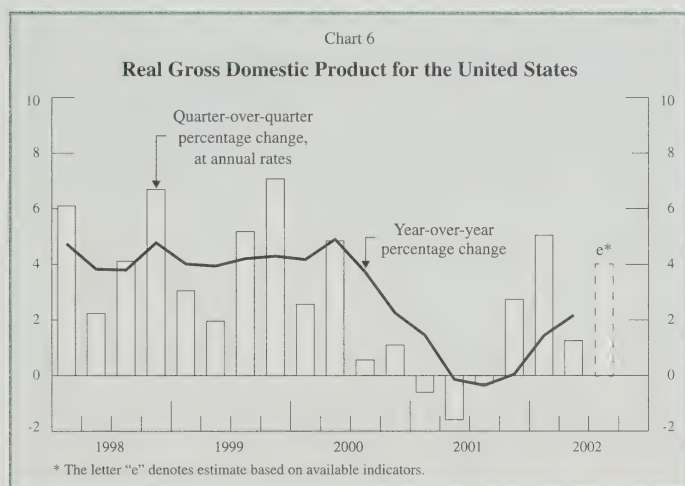
The significant easing of monetary policy in 2001 contributed importantly to improved consumer confidence and to the strong growth of household spending to date in 2002, as did the substantial gains in employment and real incomes (Chart 5). Canada's exports have rebounded, reflecting renewed economic growth in the United States since the last quarter of 2001. Inventory accumulation resumed in the second quarter of 2002, and there has also been a significant recovery in investment in machinery and equipment. With buoyant growth in domestic demand, import volumes also increased substantially.



Following a robust first quarter, U.S. economic activity slowed markedly in the second quarter of this year, but available indicators suggest a rebound in the third quarter (Chart 6). On average over the first three quarters of 2002, the U.S. economy likely grew at a rate of about 3 1/2 per cent.

Important historical revisions were recently made to U.S. national accounts data. Real GDP growth over the past two years was revised downwards, lengthening the recession of the U.S. economy in 2001. In the Bank's view, the revisions, together with the weaker-than-expected growth in U.S. activity in the second quarter, suggest that there is currently more slack in the U.S. economy than was previously believed.

The U.S. economy is operating with more slack than previously expected.



Estimated pressures on capacity

Current estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that economic slack had largely disappeared by the end of the summer (Chart 7).

Several other indicators, however, suggest less pressure on capacity than the conventional measures (Box 2). The strong increases in employment since the beginning of 2002 have been accompanied by a sharp rise in the labour-force participation rate. Some of the increased demand for labour has therefore been met out of an increase in the supply of labour. Indeed, it is likely that part of the increase in the participation rate reflects an upward shift in the trend rate. The most recent survey of firms conducted by the Bank's regional offices also suggests that pressures on capacity are not widespread. On balance, the Bank feels that the economy is currently operating with somewhat more slack than its conventional measure of the output gap would suggest.

The amount of excess supply in the Canadian economy has diminished appreciably ...

... but some slack still remains.

Box 2

Alternative Indicators of Capacity Pressure

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the Canadian economy moved from a position of excess demand in 2000 to a position of excess supply in the second half of 2001.¹ Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector (CAPU) paints a similar picture. It moved below its 1987–2001 average level in the second half of last year. Moreover, both the output gap and CAPU suggest that the amount of excess supply diminished considerably in the first half of 2002, and both suggest that the economy was operating virtually at its productive capacity by the second quarter of this year.

Capacity pressures have been particularly evident in the housing market. The vacancy rate in residential accommodation is very low. This, together with stimulative monetary conditions, has spurred strong housing demand, which has reduced the stock of newly constructed but unoccupied dwellings and put upward pressure on the rate of increase in the prices of both new and existing homes. Nevertheless, an impressive supply response in the form of much stronger new home construction has kept prices from rising even faster.

Other indicators point to less pressure on capacity. The national unemployment rate rose by slightly more than half a percentage point between the second quarter of 2001 and the second quarter of 2002. Although employment has increased steadily since the beginning of 2002, growth in the supply of labour has also risen. Indeed, it is likely that part of the increase in the aggregate participation rate has reflected an upward shift in the trend participation rate, mainly as a result of the increased participation of women 25 years and over and men 55 years and over.² There is currently also less evidence of labour shortages than was the case in the first half of 2001, based on surveys conducted by the Bank's regional offices and by Statistics Canada. These indicators all suggest that there is still some slack in the labour market. The recent easing of increases in labour compensation, even with the relatively strong performance of productivity, is consistent with this assessment.

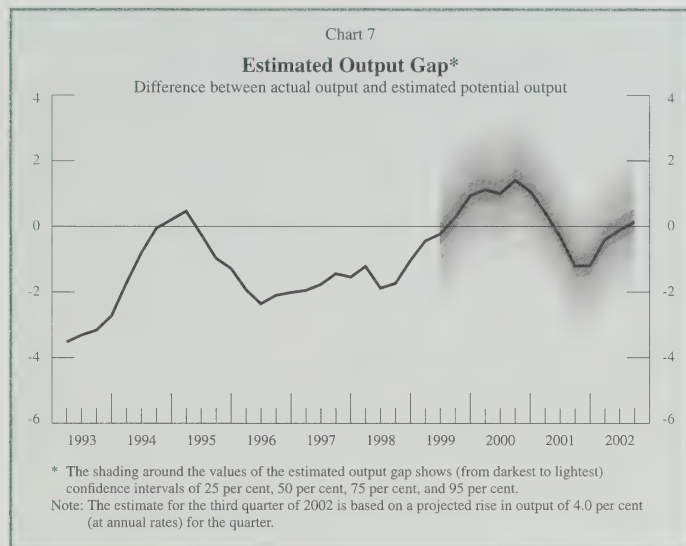
The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding aerospace products and parts) is also still fairly low. The vacancy rate for office space has risen considerably since the end of 2001, and prices of non-residential property are only modestly above their levels of a year ago.

The positive surprises in core inflation relative to what was expected in the *April Report* have been caused mainly by factors unrelated to underlying pressure on the economy's productive capacity—particularly the unanticipated increases in automobile insurance premiums and electricity rates.

Considering this broad range of indicators, it is the Bank's judgment that the pressure on aggregate productive capacity is currently somewhat less than that suggested by the conventional measure of the output gap.

1. The Bank's conventional measure of the output gap is constructed using a variant of the multivariate-filter measure described in Butler (1996), which infers the level of potential output from movements in certain observable variables, such as labour inputs, labour productivity, and inflation. (See Technical Box 1 in the May 1995 *Report*.)

2. While the conventional measure of potential output uses information on labour force participation, it will tend to recognize shifts in the trend participation rate only slowly. Hence, if the trend participation rate has risen, the conventional measure will tend to understate potential output until it fully recognizes the size of the shift.



Cost control

Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in average labour compensation seems to have eased to just below 3.0 per cent in the third quarter of 2002, compared with about 3.5 per cent early this year (Chart 8).

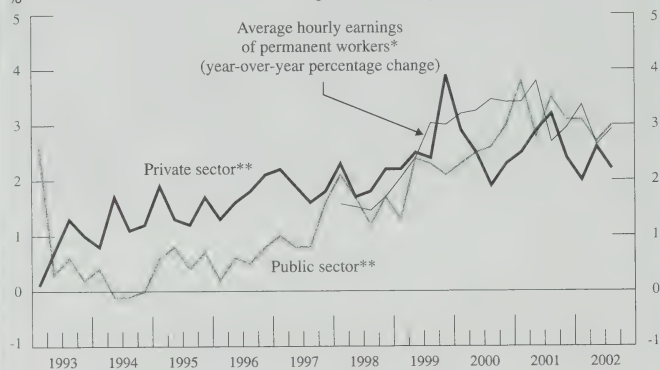
The year-over-year rise in labour compensation in the business sector has fallen appreciably since the end of 2000. Meanwhile, labour-productivity growth increased to 3 per cent in the first half of 2002 as the economy began to recover. With this marked pickup in productivity growth, unit labour costs in the business sector are below year-earlier levels (Chart 9).

With a marked pickup in the growth of labour productivity, unit labour costs are below year-earlier levels.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

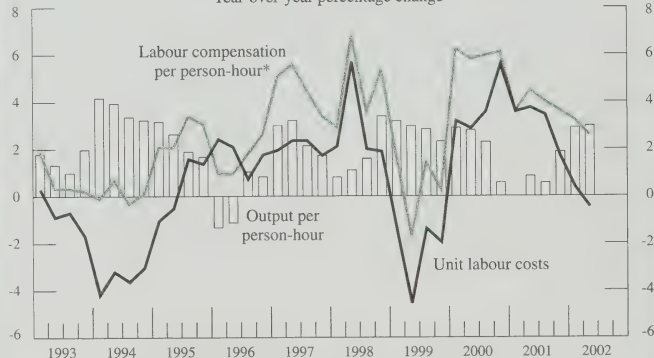
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = September 2002

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = July 2002

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

In recent months, global uncertainties and financial market volatility have given rise to downside risks for global economic activity. The potential effects of these developments on the real economy can work through a number of channels (Box 3). Higher risk premiums increase the cost of capital, and access to external financing can be curtailed if lenders are less willing or less able to supply funding. Declines in asset prices can affect spending through their impact on the net worth of firms and households, and generalized uncertainty can also lead to delays in spending.

When determining the appropriate path for policy interest rates, it is important to assess the degree to which such financial “headwinds” bear upon economic activity. In a number of countries, the existence of such headwinds has been one of the reasons why policy interest rates remain well below the rates traditionally considered neutral. The path by which the policy interest rates move back towards their neutral level will depend to a great extent on how quickly the headwinds dissipate.

Uncertainties and financial market volatility have created downside risks for the global economy.

Corporate and household financial conditions

Business financial conditions in North America have, on balance, deteriorated across a range of markets since the *April Report*. Higher-risk corporate borrowers are facing increased costs for capital and reduced access to external financing as a result of wider corporate bond spreads, lower equity prices, and a reduced supply of bank loans. In contrast, borrowing costs remain low for low-risk borrowers.

Spreads between the yields on corporate bonds and government bonds have increased across most investment grades (Chart 10). Despite increased spreads, the rate of interest on corporate debt for higher-rated firms has declined as a result of the decrease in government bond rates.

Over the last six months, rates on medium- and long-term government bonds have fallen sharply in both Canada and the United States (Chart 11). Investors’ reduced tolerance for risk, leading to a portfolio shift out of equities into the bonds of low-risk borrowers, has been an important contributing factor. Adjustment of market expectations about future policy rates also likely explains some of this decrease.

North American businesses have faced deteriorating financial conditions over the last six months.

Box 3

Business-Financing Conditions and Aggregate Demand

The linkages between financial developments and aggregate demand work partly through their effects on business-financing conditions. Developments that adversely affect the financial situations of borrowers or reduce the willingness or ability of lenders to supply funds lead to increased risk premiums in bond spreads, lower stock prices, and more restrictive terms and conditions on loans. Increases in the cost of financing or reductions in its availability restrain business investment and weaken aggregate demand.

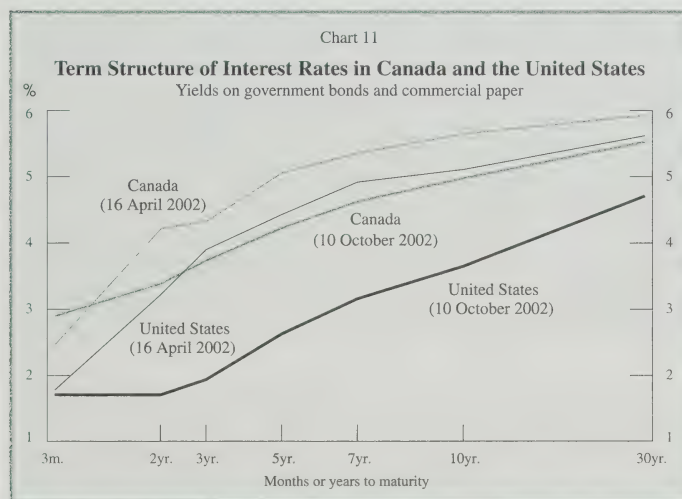
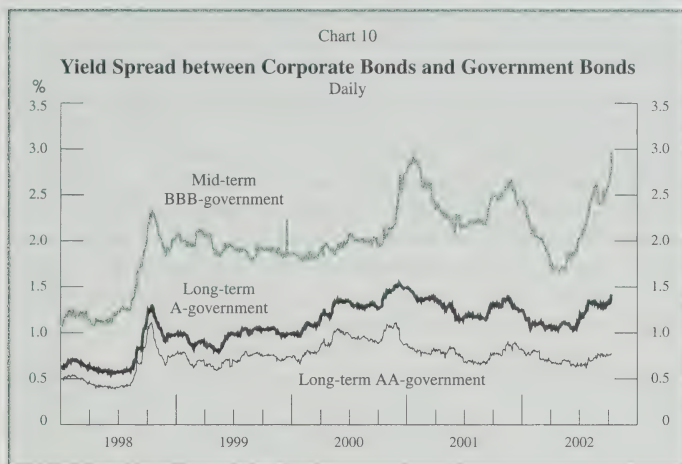
Business credit can be restricted because of a deterioration in the financial positions of borrowers. For example, a perceived reduction in the ability of borrowers to generate income to repay their loans can cause lending to be curtailed. As well, a decline in asset values can erode the value of collateral and, hence, reduce the amount of credit granted. Uncertainty about a borrower's future stream of profits or collateral values, perhaps arising from a loss of confidence in corporate accounting practices, will have a similar effect.

Changes in the financial health of lenders or in their attitudes towards risk can also lead to tighter financing conditions. For example, a deterioration in bank balance sheets can lead to tighter credit conditions; banks tighten the standards and terms of their loans to mitigate risk or charge higher interest rates to take on risk. Banks may also cut back on loans to certain sectors or certain types of borrowers to increase the diversification of their portfolios or to limit their exposure. In the early 1990s, for example, U.S. banks suffered losses in their real estate portfolios, which affected their financial health. The result was tighter credit conditions and reduced access to credit for a wide variety of borrowers for some time.

In bond markets, changes in lenders' perception of riskiness or in their appetite for risk would be reflected in increased spreads between corporate and government interest rates—particularly for lower-grade corporate borrowers—and in reduced access to commercial paper markets. At the time of the Russian debt default and the near collapse of Long-Term Capital Management in 1998, risk premiums increased dramatically for higher-risk investments. Bond spreads on investment-grade issues also widened, as investors sought the liquidity of U.S. Treasuries.

Stock market developments obviously affect the cost of equity financing. Declines in equity prices and increases in volatility make it more difficult and costly to raise funds.

Finally, there may be connections between reduced financing from one source and the ability to obtain funds from another. For example, if banks cut off access to backup lines of credit, investors in the corporate paper market will be unwilling to purchase such paper. Changes in the credit rating of a firm's debt may violate the conditions of a bank loan, forcing its renegotiation or cancellation. Such events result in an increase in the cost of external financing, making investment more expensive.



Global equity markets have exhibited considerable weakness, sustaining significant losses and experiencing periods of heightened volatility. From the beginning of the year to early October, the S&P 500 had fallen close to 25 per cent, and in Canada the TSX had fallen by about 20 per cent.

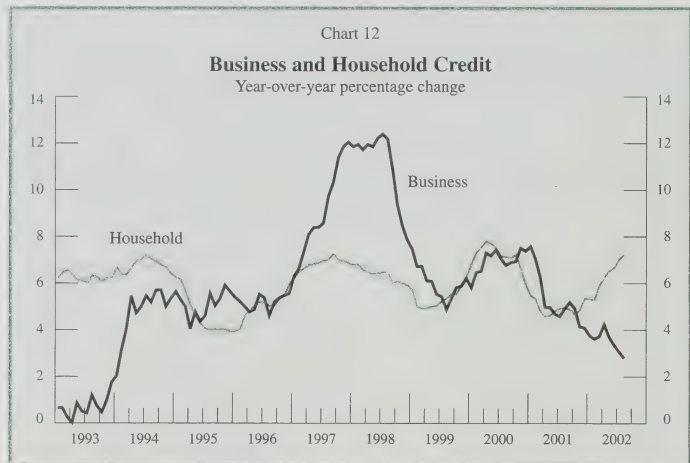
Canadian banks remain cautious in their lending, as higher loan-loss provisions and weak revenues from capital market sources continue. In the United States, banks continue to tighten terms and conditions on loans as a result of the poorer economic outlook, sectoral concerns, and a reduced tolerance for risk.

Canadian banks remain cautious in their lending, while U.S. banks continue to tighten terms and conditions.

The growth of total business credit in Canada has slowed considerably since April...

With firms postponing their investment plans because of a more uncertain outlook, the demand for external financing in the United States and Canada has also been declining. In addition, some Canadian firms, which have had generally healthier profits than their U.S. counterparts, may have relied on internal funds to finance expenditures.

As a result of these supply and demand factors, financing activity in both Canada and the United States has weakened. Bond issuance has slowed markedly since last April, and bank credit has declined, as has the outstanding amount of commercial paper. In Canada, this has resulted in a considerable slowing in the growth of total business credit since the last *Report* (Chart 12).



...while the growth in household credit has remained strong.

In contrast to business credit, growth in household credit has remained strong. This reflects a marked growth in household spending, particularly in the housing market, and favourable credit conditions, including low mortgage rates and ready access to loans. The continued accumulation of household debt has been largely matched by increases in assets. Moreover, households appear to be well positioned to finance this debt, with the share of personal income going to debt service remaining well below historical averages.

Household wealth has been adversely affected by declines in equity prices, but the effect was partly offset by the increasing value of real estate. There is some evidence that consumer spending is less sensitive to changes in equity prices than to changes in house prices.

Policy actions

The Bank raised the target overnight interest rate 25 basis points to 2.50 per cent on 4 June and again, by the same amount, on 16 July to 2.75 per cent in response to evidence that a robust recovery was underway in Canada (Chart 13).

Against the background of weaker near-term prospects for growth in the United States and major overseas economies, global financial market volatility, and the unsettled geopolitical situation, the Bank left the target rate unchanged at 2.75 per cent on 4 September and on 16 October.

In the United States, the Federal Reserve has left the federal funds rate unchanged this year at 1.75 per cent, after having lowered it by a total of 475 basis points in 2001. At its March meeting, the Federal Open Market Committee (FOMC) decided that the risks between higher inflation and slower growth were balanced. Increasing concerns through the summer about the implications of financial market developments for economic growth, however, led the FOMC to conclude at its August meeting that the balance of risks had tilted towards economic weakness.

Interest rate expectations embodied in futures contracts have adjusted downwards in the United States in recent months. At the time of the *April Report*, futures contracts for federal funds (an indication of the expected federal funds target) suggested that markets were expecting the FOMC to raise rates in 2002, while recent levels have indicated that markets are now anticipating that rates will be stable or perhaps even move down by the end of the year. In Canada, prices in the futures market have also declined, but still suggest a possible rise in short-term interest rates before year-end.

Developments in the target for the overnight rate since the April Report:

4 June—up 25 basis points to 2.50 per cent

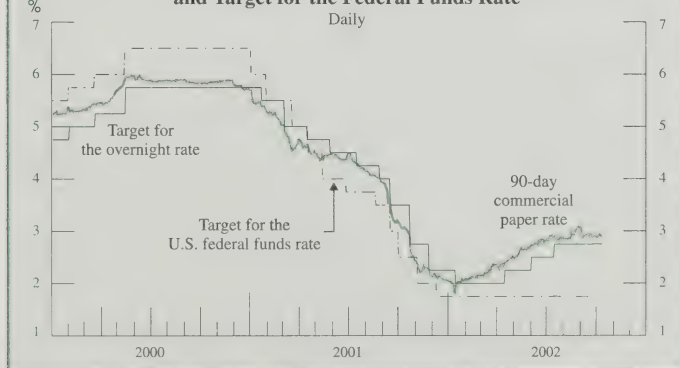
16 July—up 25 basis points to 2.75 per cent

4 September—no change

16 October—no change

Chart 13

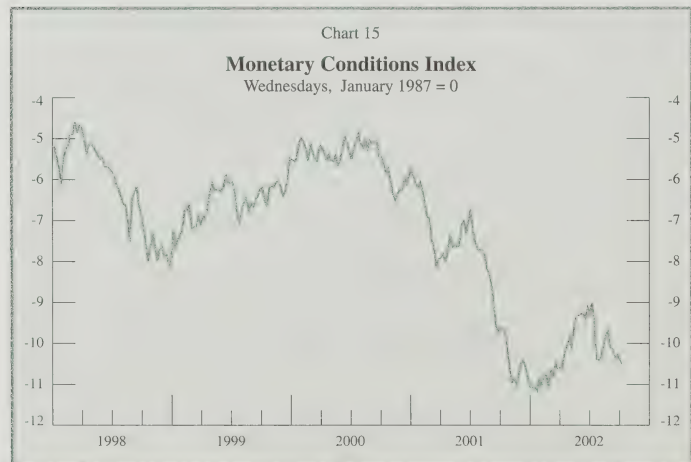
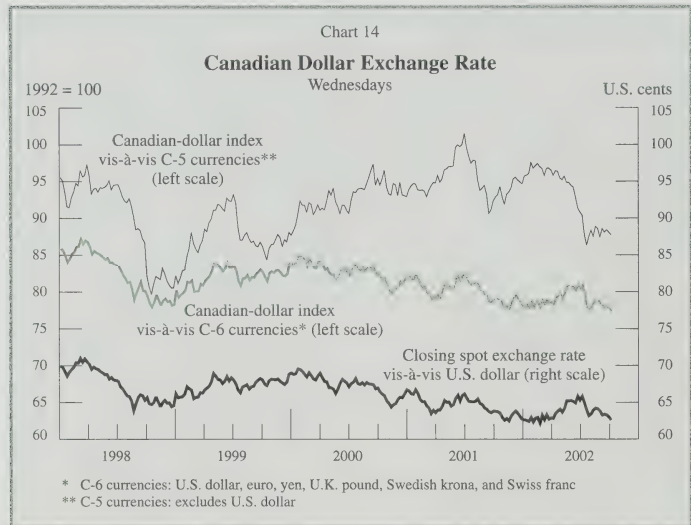
90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate



Exchange rate and monetary conditions

On a trade-weighted basis, the Canadian dollar is down slightly relative to last April (Chart 14). Through the spring, the dollar strengthened in response to positive Canadian economic data, but these gains were lost in early summer, reflecting the heightened volatility in global financial markets and uncertainty about the strength of the global expansion.

The Bank's monetary conditions index (MCI) is largely unchanged from last April (Chart 15).



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

The global economy continues to expand, but at a somewhat slower pace than was expected in the *April Report*. Concerns about recent geopolitical tensions have added to the uncertainty in the world economy. The economic outlook presented in this *Report* assumes that there will be no further major escalation of these tensions.

In the United States, recent financial market developments have negatively affected business and consumer confidence and are working to dampen the pace of economic activity. To help offset these influences, monetary policy has remained very accommodative, with the U.S. authorities holding rates unchanged. Given the stance of policy, including fiscal policy, real GDP in the United States over the fourth quarter of 2002 and the first two quarters of 2003 is expected to average close to 3 per cent—slightly lower than the economy's growth potential. Assuming that the headwinds from the recent financial developments dissipate in the second half of 2003, U.S. economic growth is expected to pick up to a rate above its growth potential. On an annual average basis in 2002, U.S. economic growth would thus be about 2 1/2 per cent, as was expected in the *April Report*, but slightly weaker than projected in the last *Update*. In 2003, U.S. economic activity should increase at an annual average rate of close to 3 1/4 per cent, slightly less than was expected in the *April Report* and the last *Update*.

A gradual recovery should also continue to unfold in other industrialized countries. In the major European economies, growth is expected to be close to 1 per cent on an average annual basis in 2002 and to rise to about 2 1/2 per cent in 2003—which is weaker than our *April* projection. In Japan, ongoing structural difficulties will continue to weigh on economic growth for some time, with a contraction of about 1 per cent expected in 2002 and modest growth of only about 1/2 per cent foreseen in 2003.

Growth prospects for a number of emerging-market economies have improved, particularly in the Southeast Asian countries. The situation in Latin America, however, remains weak.

The U.S.-dollar price of non-energy commodities is expected to increase by the end of 2003 as the global economic recovery continues. Although energy prices are expected to show little change over the next few months, the possibility of an escalation of tensions in the Middle East makes these projections, particularly those for crude oil, subject to an unusually high level of uncertainty.

The global economy continues to expand, but at a slower pace.

Financial developments are dampening the pace of economic activity in the United States.

In other countries, a gradual recovery is expected.

Aggregate demand and supply in Canada

Over the next three quarters, growth in Canada is expected to be slightly less than the economy's 3 per cent growth potential.

Economic growth in Canada is expected to slow somewhat in the fourth quarter of this year and in the first half of 2003. Over these three quarters, growth is expected to average slightly less than the economy's 3 per cent growth potential. This is somewhat lower than was projected in the *April Report* and the *July Update*. Several factors account for this change in outlook.

While the global economy is recovering, the pace is slower than previously thought. Most importantly for Canada, the level of economic activity in the United States is somewhat weaker than was projected six months ago, and the outlook for U.S. growth has been revised down slightly. The projected growth in Canadian export volumes to the United States is therefore expected to be more moderate.

Growth of spending on fixed capital is also expected to be marginally lower than previously projected. Increased uncertainty related to global geopolitical tensions and the resolution of corporate reporting and governance issues are likely to cause some businesses to delay major capital expenditures. Increases in the cost of capital related to the declines and volatility in equity markets and to increased risk premiums on lending to corporations are also expected to dampen business investment relative to earlier projections. Nonetheless, with the Canadian economy operating close to capacity, investment spending on machinery and equipment is projected to be solid. Moreover, capital outlays in the oil and natural gas sector are likely to strengthen if crude oil and natural gas prices remain at, or move above, recent high levels.

Household spending is still expected to grow at a healthy rate through to the end of 2003, although spending on housing and related items is likely to decline from the recent high levels. With the U.S. economy projected to gain momentum through 2003 and global financial conditions assumed to improve, export volumes and investment should both pick up in the second half of 2003. This is expected to boost GDP growth above the growth rate of potential output in the second half of 2003.

Such an outlook would imply real GDP growth, on an annual average basis, of about 3 1/2 per cent in 2002 and in a range of 2 3/4 to 3 3/4 per cent in 2003. The midpoint of this range for growth in 2003 is slightly below the latest average private sector consensus forecast.

Growth is then expected to rise above potential in the second half of 2003

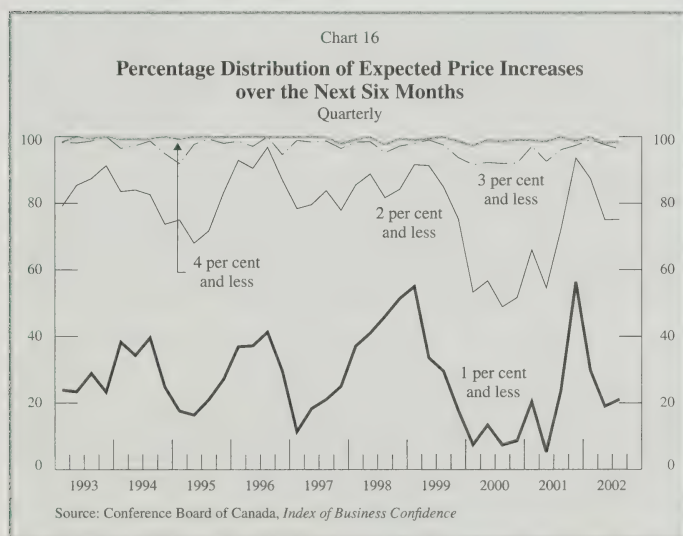
This outlook suggests that, with monetary stimulus being removed from the economy in a timely and measured way, Canadian output will remain close to capacity. With the modest downward revision to the growth outlook through to mid-2003, the Bank's best judgment is for a small amount of excess supply in the near term, which will be taken up as output growth moves above capacity growth in the second half of 2003. But with the output gap expected to remain small, judgments about the degree of slack will need to be carefully reassessed as developments unfold.

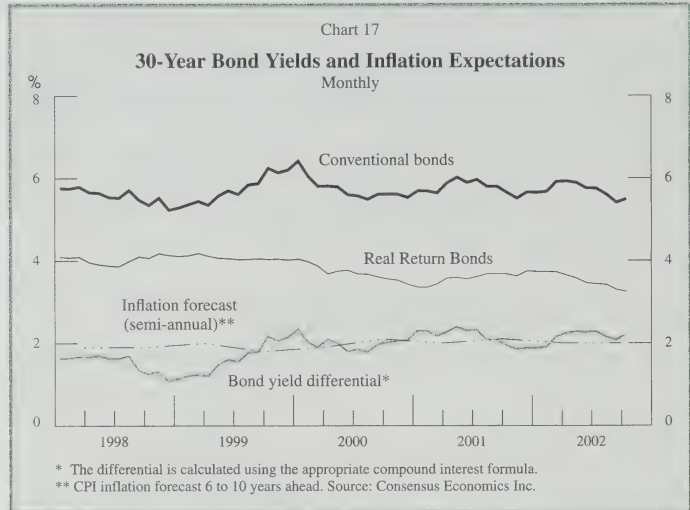
The current small amount of excess supply should be taken up as growth moves above that of capacity in the second half of 2003.

Measures of inflation expectations

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 21 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 1 per cent or less, and 75 per cent expected a rate of 2 per cent or less (Chart 16). Although both the latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices and the average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI suggest that inflation expectations over the near term are in the upper half of the Bank's inflation-control target range, typical forecasts of inflation for 2004 and beyond continue to be centred tightly around 2 per cent (Chart 17).

Longer-term inflation expectations are clustered tightly around 2 per cent.





Other factors affecting inflation

Core inflation will continue to be affected by a number of "one-off" factors until the second half of 2003.

A number of special or "one-off" factors will continue to affect the outlook for core inflation until the second half of 2003. The effect of the recent substantial increases in insurance premiums is expected to persist, diminishing only gradually through 2003. The effect of the earlier depreciation of the Canadian dollar should also lessen next year, since import prices for consumer goods have recently stabilized.

Near-term movements in core inflation will also be importantly affected by the fallout from the extraordinary events of September 2001. In the wake of the terrorist attacks in the United States, expectations of a substantially weaker economy led to unusually aggressive price discounting in the fourth quarter of 2001. With the strong recovery in the first quarter of 2002, the amount of price discounting diminished appreciably. Since core inflation is measured as the 12-month rate of increase in the core CPI, last year's price discounting will result in a temporary rise in core inflation in the fourth quarter of 2002. This echo effect is expected to boost core inflation by about 0.4 percentage points. This effect should disappear by the end of the first quarter of 2003.

Wage gains are expected to edge up.

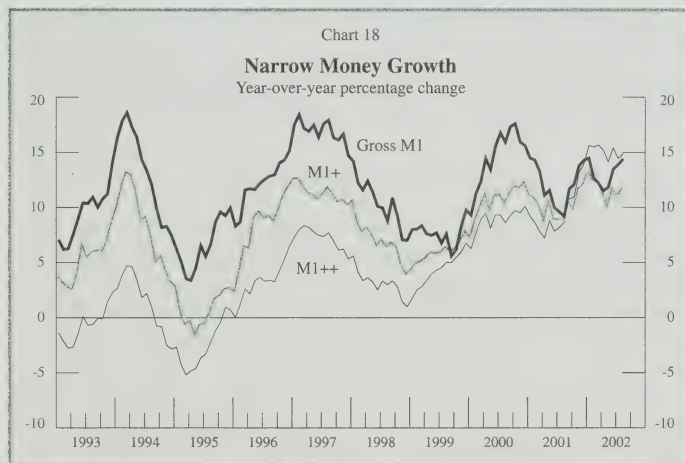
Wage gains are expected to edge up towards the end of 2003, given the likelihood of further improvement in labour market conditions. Indeed, the Bank's latest survey of businesses shows that more firms expect larger wage increases over the next 12 months

than anticipate smaller wage gains. With productivity growth expected to steady out at around 2 per cent, growth in unit labour costs should move up towards 2 per cent through 2003.

Implications of money growth for inflation

During most of the first half of 2002, growth in the narrow monetary aggregates, M1, M1+, M1++, slowed from the recent peak levels reached at the end of 2001 (Chart 18). Since May, however, growth rates of M1+ and M1++ have stabilized at levels that are still very strong, while the growth rate of M1 has surged upwards again. This resurgence of the growth in M1 has been relatively widespread across households and firms and signals a desire to hold more liquid money or precautionary balances in the face of uncertain financial markets. This growth has occurred despite increases in short-term interest rates since the beginning of the year.

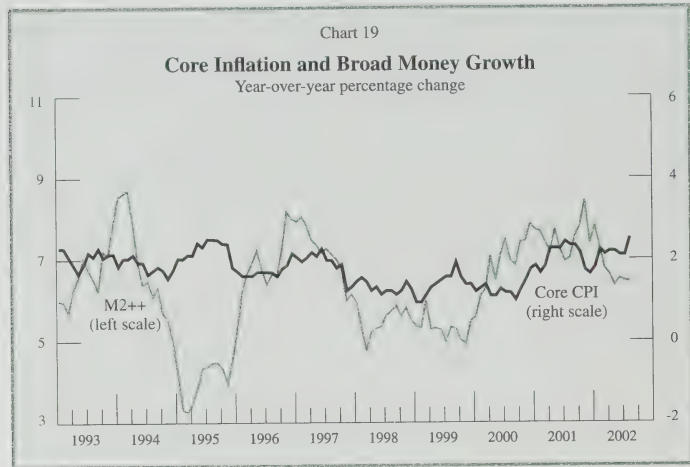
Strong growth in M1 signals a desire to hold precautionary balances in the face of uncertain financial markets.



Increased uncertainty is evident in the net outflows from equity mutual funds in June, July, and August, as well as in the increased growth of fixed-term deposits (GICs) since July. Overall, growth in M2++ has been relatively flat over the last few months, after having declined during the first part of the year (Chart 19).

High levels of narrow money growth have traditionally implied higher future inflation. However, to the extent that this recent growth represents a buildup of precautionary balances in the face of uncertainty, a high rate of money growth is not inconsistent with future inflation of around 2 per cent. In the coming

months, households and businesses are likely to rebalance their portfolios, causing the growth rates of narrow money to decline to more moderate levels. There is still a risk of increased inflation, however, if liquid balances are spent on goods and services rather than being shifted into other financial assets.



Inflation projection

While core inflation is expected to rise in the near term as a result of several one-off factors...

With the Canadian economy currently operating close to its production capacity and output growth expected to be close to the rate of growth of potential output, capacity pressures are not expected to exert significant upward or downward pressure on core inflation. Nonetheless, in the near term, core inflation is expected to rise, reflecting a combination of one-off factors.

The echo effect of the unusual price discounting in the fourth quarter of 2001 is expected to push core inflation up in the fourth quarter of 2002. The sharply higher insurance premiums are expected to hold up the 12-month rate of change of the core CPI until the second half of 2003. And the effects of the drought in western Canada and elsewhere may result in higher prices for some food components of the core CPI in coming quarters.

The overall effect of these one-off factors is expected to peak in the fourth quarter of this year, pushing core inflation to about 3 per cent by year-end. Through 2003, these effects are expected to diminish, so that in the second half of the year, core inflation should return to its 2 per cent target. With economy-wide demand

... it should move back close to 2 per cent in the second half of 2003.

expected to be roughly in line with supply, core inflation should then remain close to 2 per cent.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI depends importantly on the behaviour of oil prices, and oil prices are particularly difficult to forecast because of the current geopolitical tensions. If the risk premium in current oil prices abates, and oil prices average about US\$25 per barrel in coming months, total CPI inflation is expected to peak at about 3.5 per cent at the end of 2002. Alternatively, if average oil prices remain near their recent high levels of about US\$30 per barrel, total CPI inflation could rise to about 4 per cent by the end of 2002.

In 2003, total CPI inflation is expected to move back in line with core inflation. The pace of this movement will depend on the behaviour of oil prices.

Recent experience suggests that the pass-through of temporary oil-price movements to prices of other goods and services is relatively small. Thus, while the behaviour of total CPI inflation could be dramatically affected by the near-term behaviour of oil prices, volatile oil prices are not expected to have much of an effect on core inflation.

The outlook for total CPI inflation depends importantly on the behaviour of oil prices.

5. CONCLUSIONS

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 and is now operating close to full production capacity. At the same time, core and total CPI inflation have risen above the Bank's 2 per cent target for inflation control. As discussed in this *Report*, the recent and projected near-term increases in inflation are largely explained by relative price developments in the areas of insurance premiums, energy, and tobacco taxes. For monetary policy, what is important is that these effects not feed into price and wage inflation, but remain one-off influences on specific prices.

Last spring, against the background of a strengthening economy, the Bank began to remove the substantial amount of monetary stimulus provided in 2001.

This stimulus is fuelling strong domestic demand growth. At the same time, we are experiencing an uncertain global economy and a reduced tolerance for risk in global financial markets. These uncertainties and the weaker global outlook are likely to dampen growth in aggregate demand for Canadian output over the near term. The Bank therefore decided on 4 September and 16 October to leave the target for the overnight rate of interest unchanged.

It remains the Bank's view, going forward, that further removal of monetary stimulus will be required to achieve the inflation target over the medium term. The timing and extent of policy tightening will depend on unfolding economic, financial, and geopolitical developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada.

Two risks will have to be watched closely over the period ahead. First, external economic, financial, and geopolitical developments may have a more persistent dampening influence on the Canadian economy than assumed in this *Report*. Second, with the economy operating close to capacity and with inflation expected to rise further in the near term, inflation trends and expectations will need to be carefully monitored against the projection that core inflation will return to the 2 per cent target in the second half of 2003.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Butler, L. 1996. *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM) Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*. Technical Report No. 77. Ottawa: Bank of Canada.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2002. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 2002. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).
- Consensus Economics Inc. 2002. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Butler, L. (1996). *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model (QPM), Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*, Rapport technique n° 77, Ottawa, Banque du Canada.
- Canada, Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.
- Conférence Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- _____. (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (automne).
- Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248

Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

5. CONCLUSIONS

L'économie canadienne a connu une croissance robuste en 2002 et fonctionne maintenant près des limites de sa capacité. Parallèlement, le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global ont dépassé la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % que vise la Banque. Comme on l'explique dans la présente livraison du *Rapport*, la hausse récente de l'inflation et celle qui est prévue à court terme tiennent dans une large mesure à l'évolution de prix relatifs, en l'occurrence les primes d'assurance, les prix de l'énergie et les taxes sur le tabac. Du point de vue de la politique monétaire, il importe que ces effets n'alimentent pas une montée généralisée des prix et des salaires, et qu'ils demeurent ponctuels et limités à certains prix.

Dans ce contexte de raffermissement de l'activité économique, la Banque a commencé, le printemps dernier, à atténuer la forte détente monétaire mise en place en 2001.

Cette détente nourrit l'expansion vigoureuse de la demande intérieure. En même temps, la conjoncture économique mondiale est empreinte d'incertitude et les marchés financiers internationaux sont moins tolérants à l'égard du risque. Cette incertitude et la détérioration des perspectives à l'échelle mondiale sont de nature à limiter à court terme la croissance de la demande de produits canadiens. La Banque a donc décidé, le 4 septembre et le 16 octobre, de laisser le taux cible du financement à un jour inchangé.

Pour l'avenir, la Banque demeure d'avis que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires à l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution économique, financière et géopolitique et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au pays.

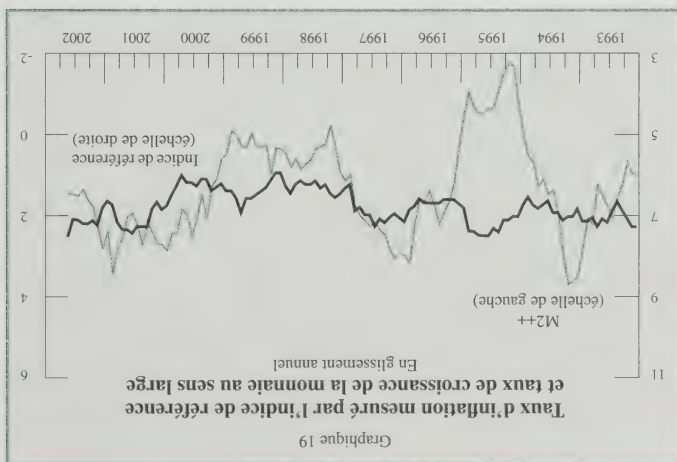
Deux risques devront être surveillés de près au cours des mois à venir. D'une part, ce qui se passera à l'étranger sur les scènes économique, financière et géopolitique pourrait avoir sur l'activité au Canada un effet modérateur plus persistant qu'on ne le suppose dans ces pages. D'autre part, comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité et que l'on prévoit que le rythme d'accroissement des prix continuera d'augmenter pendant quelques mois, les tendances de l'inflation et les attentes relatives à cette dernière devront être suivies de près et comparées attentivement à la projection selon laquelle l'inflation mesurée par l'indice de référence reviendra à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

par l'indice de référence se maintiendra probablement aux alentours de 2 %.

L'évolution sur douze mois de l'IPC global dépendra dans une large mesure du comportement des cours du pétrole, lesquels sont particulièrement difficiles à prévoir en raison des tensions géopolitiques actuelles. Si la prime de risque comprise dans les prix actuels s'amenuise et que les cours du pétrole se situent en moyenne à 25 \$ B.-U. le baril durant les prochains mois, le taux d'accroissement de l'IPC global pourrait grimper pour plafonner à près de 3,5 % à la fin de 2002. Mais si les prix moyens se maintiennent autour des niveaux élevés enregistrés récemment, soit quelque 30 \$ B.-U. le baril, l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait avoisiner 4 % d'ici la fin de l'année.

En 2003, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait fléchir pour se rapprocher de celui de l'indice de référence. Le rythme de ce repli sera fonction de l'évolution des cours du pétrole. Comme l'a montré l'expérience récente, les variations temporaires des cours du pétrole ont des retombées relativement faibles sur les prix des autres biens et des services. Ainsi, bien que le comportement à court terme des cours du pétrole puisse avoir une influence marquée sur l'évolution de l'IPC global, leurs fluctuations devraient avoir peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les prévisions relatives à l'inflation



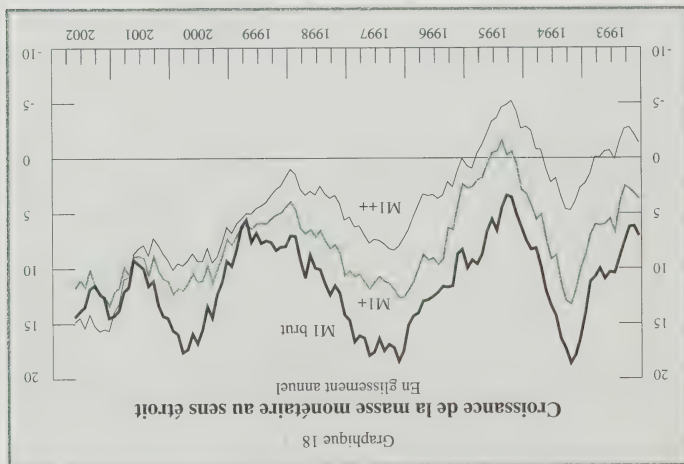
Étant donné que l'économie canadienne fonctionne actuellement près des limites de sa capacité et que la Banque s'attend à ce que la croissance de la production effective avoisine celle de la production potentielle, les pressions exercées sur les capacités ne devraient pas se répercuter de façon sensible, à la hausse ou à la baisse, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Celle-ci pourrait néanmoins augmenter à court terme en raison d'une combinaison de facteurs ponctuels.

L'effet d'écho des rabais exceptionnels pratiqués au quatrième trimestre de 2001 devrait pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de 2002. Nous prévoyons que la vive montée des primes d'assurance maintiendra le taux de variation sur douze mois de l'indice de référence à un niveau élevé jusqu'au deuxième semestre de 2003. De plus, durant les prochains trimestres, les effets de la sécheresse dans l'Ouest canadien et ailleurs pourraient se traduire par des majorations de prix dans certaines composantes « alimentation » de cet indice.

La Banque s'attend à ce que l'incidence globale de ces facteurs ponctuels culmine au quatrième trimestre de 2002, faisant grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence à 3 % environ d'ici la fin de l'année. Cette incidence devrait s'atténuer tout au long de l'an prochain, de sorte que le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait redescendre autour de la cible de 2 % au second semestre de 2003. Si, comme nous le prévoyons, la demande au sein de l'économie correspond en gros à l'offre, l'inflation mesurée

Bien que l'on prévoit, à court terme, une hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence due à plusieurs facteurs ponctuels.

Celle-ci devrait redescendre pour s'établir aux environs de 2 % au deuxième semestre de 2003.



ration de l'expansion de M1 a été assez généralisée parmi les ménages et les entreprises et reflète leur désir de détenir davantage de liquidités ou d'encaissees de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers. En outre, elle s'est produite en dépit des hausses qu'ont connues les taux d'intérêt à court terme depuis le début de l'année.

Les retraits nets effectués dans les fonds d'actions en juin, juillet et août, ainsi que le rythme de croissance plus rapide qu'affichent depuis juillet les dépôts à terme fixe (certificats de placement garantis), témoignent de l'intensification de l'incertitude. Dans l'ensemble, la progression de M2++, qui avait déceléré au cours de la première partie de l'année, a été relativement stable ces derniers mois (Graphique 19).

Une croissance soutenue de la masse monétaire au sens étroit laisse habituellement présager une montée de l'inflation. Toutefois, dans la mesure où l'expansion récente tient à l'accumulation d'encaissees de précaution en réaction à l'incertitude ambiante, le rythme rapide qu'elle affiche n'est pas incompatible avec un taux d'inflation futur d'environ 2 %. Au cours des prochains mois, il est probable que les ménages et les entreprises rééquilibreront leurs portefeuilles, ce qui aura pour effet de ramener la progression de la monnaie au sens étroit à des niveaux plus modérés. Cependant, il subsiste un risque que les pressions inflationnistes s'accroissent si les encaissees liquides devaient être consacrées à l'achat de biens et de services plutôt qu'à l'acquisition d'autres actifs financiers.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Un certain nombre de facteurs spéciaux, de nature ponctuelle, continueront d'influer sur les prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'au deuxième semestre de 2003. Les répercussions des fortes hausses récentes de primes d'assurance devraient se faire sentir encore quelque temps, et ne s'atténuer que progressivement au cours de 2003. Les pressions exercées par la dépréciation passée du dollar canadien devraient également s'estomper l'an prochain compte tenu de la stabilisation récente des prix des biens de consommation importés.

Les variations à court terme du taux d'accroissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence seront aussi grandement influencées par les retombées des événements extraordinaires de septembre 2001. Au lendemain des attentats terroristes aux États-Unis, la perspective d'un ralentissement marqué de l'activité économique a incité les commerçants à offrir des rabais exceptionnels au quatrième trimestre de 2001. Étant donné la vigueur de la reprise au premier trimestre de 2002, l'ampleur de ces rabais s'est nettement amoindrie. Les rabais accordés l'an dernier se traduiront par une montée provisoire, au quatrième trimestre de 2002, du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence. La Banque prévoit qu'ils feront grimper d'environ 0,4 point de pourcentage l'inflation mesurée par cet indice. Cependant, cet effet d'écho devrait avoir disparu à la fin du premier trimestre de 2003.

Comme les conditions du marché du travail continueront vraisemblablement de s'améliorer, on s'attend à ce que les augmentations salariales gagnent en importance vers la fin de 2003. De fait, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent qu'une majorité d'entre elles estimait que les hausses salariales s'accroîtront au cours des douze prochains mois. Nous nous attendons à ce que la croissance de la productivité se stabilise autour de 2 %, de sorte que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait remonter vers les 2 % durant l'année 2003.

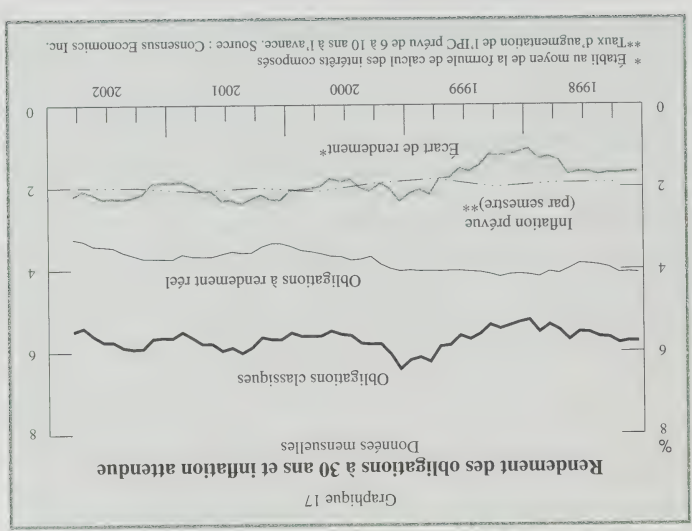
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Durant la majeure partie du premier semestre de 2002, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, a été inférieur aux sommets atteints à la fin de 2001 (Graphique 18). Cependant, depuis mai, les taux de progression de M1+ et M1++ se sont stabilisés à des niveaux qui sont encore très élevés, alors que celui de M1 s'est réinscrit en hausse. Cette accélé-

L'inflation mesurée par l'indice de référence continuera de subir l'influence de certains facteurs ponctuels jusqu'au second semestre de 2003.

Les augmentations salariales devaient s'accroître.

La forte croissance de M1 reflète une accumulation d'enchâsses de précaution face à l'incertitude régnant sur les marchés financiers.



pétrole brut et du gaz naturel demeurent aux niveaux élevés observés dernièrement, ou les dépassent.

On croit toujours que les dépenses des ménages continueront de croître à un bon rythme jusqu'à la fin de 2003, malgré un ralentissement probable des achats de logements et d'articles connexes par rapport aux hauts niveaux atteints récemment. Étant donné que l'économie américaine devrait reprendre de la vigueur en 2003, et la conjoncture financière mondiale, s'améliorer, on prévoit que le volume des exportations et les investissements s'inscriront en hausse dans la deuxième moitié de l'an prochain, ce qui devrait faire passer le rythme d'expansion du PIB au-dessus de celui de la production potentielle au deuxième semestre de la même année.

Selon ce scénario, la croissance du PIB réel en moyenne annuelle avoisinerait 3 1/2 % en 2002 et s'établirait entre 2 3/4 et 3 3/4 % en 2003. Le point médian de cette plage est légèrement inférieur à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

On peut déduire du profil d'évolution projeté, qui tient compte d'une réduction de la dette monétaire opérée en temps opportun et avec mesure, que l'économie canadienne continuera de fonctionner près des limites de sa capacité. En raison de la modeste révision à la baisse des perspectives de croissance d'ici au milieu de 2003, la Banque est d'avis qu'il subsistera à court terme une légère offre excédentaire, qui sera résorbée lorsque la croissance de la production dépassera celle de la capacité de l'économie au second semestre de 2003. Mais comme l'on estime que l'écart de production demeurera faible, les estimations sur la marge de capacités inutilisées devront être soigneusement réévaluées selon la tournure des événements.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés cet automne révèlent que 21 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 1 % ou moins, et 75 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). Bien que les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que les prévisions du secteur privé concernant le taux d'augmentation de l'IPC global indiquent que le taux d'inflation attendu à court terme se situe dans la moitié supérieure de la fourchette visée par la Banque, les taux prévus pour 2004 et les années suivantes restent généralement très voisins de 2 % (Graphique 17).

Puis, au second semestre de 2003, l'expansion de l'économie canadienne devrait dépasser celle de son potentiel. La faible marge de capacités excédentaires n'est pas actuellement absorbée, au second semestre de 2003, lorsque la production croîtra plus rapidement que la capacité.

Les attentes relatives au taux d'inflation à long terme sont bien ancrées autour de 2 %.

Les perspectives de croissance d'un certain nombre de pays à marché émergent se sont améliorées, en particulier dans le Sud-Est asiatique. En Amérique latine, toutefois, l'activité demeure anémique. Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter d'ici la fin de 2003, à la faveur de la poursuite de la reprise économique à l'échelle mondiale. Bien que l'on ne s'attende qu'à peu de changement dans les prix des produits énergétiques au cours des prochains mois, la possibilité d'une escalade des tensions au Proche-Orient rend ces prévisions, et particulièrement celles concernant le pétrole brut, exceptionnellement incertaines.

La demande et l'offre globales au Canada

On s'attend à ce que l'expansion de l'activité économique au Canada ralentisse quelque peu au dernier trimestre de cette année et au premier semestre de 2003. Son rythme au cours de cette période de trois trimestres devrait être légèrement inférieur, en moyenne, à celui de la production potentielle, évalué à 3 %, et donc un peu moins élevé que le taux projeté dans le Rapport d'avril et la *Mise à jour* de juillet. Plusieurs facteurs expliquent cette modification des perspectives.

L'économie mondiale se relève, certes, mais pas aussi rapidement qu'on l'avait d'abord cru. Fait plus important encore pour le Canada, l'activité aux États-Unis est un peu plus faible qu'on ne le prévoyait il y a six mois, et les perspectives de croissance de l'économie de ce pays ont été revues légèrement à la baisse. La progression projetée du volume des exportations canadiennes vers les États-Unis devrait donc être plus modérée.

La relance des investissements en capital fixe devrait également être un peu plus faible qu'on ne l'avait d'abord prévu. L'aggravation de l'incertitude liée aux tensions géopolitiques sur la scène mondiale et la résolution des problèmes en matière de divulgation de l'information financière et de gouvernance qu'éprouvent les entreprises obligeront probablement certaines d'entre elles à retarder des projets d'investissement de grande ampleur. On s'attend également à ce que les hausses du coût du capital entraînées par le recul et la volatilité des marchés boursiers et par l'augmentation des primes de risque dont sont assortis les prêts aux entreprises freinent les investissements de ces dernières, qui seraient ainsi inférieurs aux projections antérieures. Néanmoins, l'économie canadienne tournant presque aux limites de sa capacité, on estime que les investissements en machines et matériel seront substantiels. En outre, les dépenses en capital dans les secteurs pétrolier et gazier devraient se raffermir si les prix du

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

L'expansion de l'activité économique à l'échelle internationale se poursuit, mais à un rythme un peu inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. Les inquiétudes qu'ont soulevées les récentes tensions géopolitiques ont ajouté à l'incertitude planant sur l'économie mondiale. Les perspectives économiques dont fait état la présente livraison du *Rapport* présupposent que ces tensions n'augmenteront pas sensiblement.

Aux Etats-Unis, les événements survenus dernièrement du côté des marchés financiers ont ébranlé la confiance des entrepreneurs et des consommateurs, et ils pèsent maintenant sur le rythme de croissance de l'activité économique. Pour contrer cette influence négative, les autorités américaines ont continué d'appliquer une politique monétaire très expansionniste, laissant leurs taux inchangés. Compte tenu de l'orientation des politiques monétaire et budgétaire, on estime qu'au cours du dernier trimestre de 2002 et du premier semestre de 2003, l'avance du PIB réel des Etats-Unis avoisinera 3 % en moyenne, soit un taux d'accroissement légèrement inférieur à celui de la production potentielle. En supposant que les vents contraires provoqués par l'évolution financière récente se calment au deuxième semestre de 2003, on prévoit que la croissance du PIB réel s'accélèrera pour dépasser celle de la production potentielle. Ainsi, en moyenne annuelle, le taux d'expansion de l'économie américaine devrait s'établir à environ 2 1/2 % en 2002, chiffre conforme aux prévisions du *Rapport* d'avril, mais légèrement plus faible que celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet dernier. On pense que l'activité économique aux Etats-Unis progressera en 2003 à un rythme de près de 3 1/4 %, soit un peu moins que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet.

La reprise graduelle amorcée dans les autres pays industriels devrait également se poursuivre. On s'attend à ce que la croissance des principales économies européennes avoisine 1 % en moyenne annuelle pour 2002, et à ce qu'elle s'accélère pour se situer aux alentours de 2 1/2 % en 2003, ce qui est inférieur à nos prévisions du mois d'avril. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles continuera de peser sur l'expansion économique pendant un certain temps, et l'on prévoit une contraction de quelque 1 % pour 2002 et une progression d'à peine 1/2 % environ pour 2003.

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme moins rapide.

Les événements survenus sur la scène financière pèsent sur le rythme de l'expansion aux Etats-Unis.

On s'attend à une reprise graduelle de l'activité dans les autres pays.

favorables sur l'économie canadienne, mais la plupart des gains ont été effacés au début de l'été en raison de la volatilité accrue des marchés financiers internationaux et de la force incertaine de la croissance mondiale.

L'indice des conditions monétaires de la Banque se situe à peu près à son niveau d'avril dernier (Graphique 15).

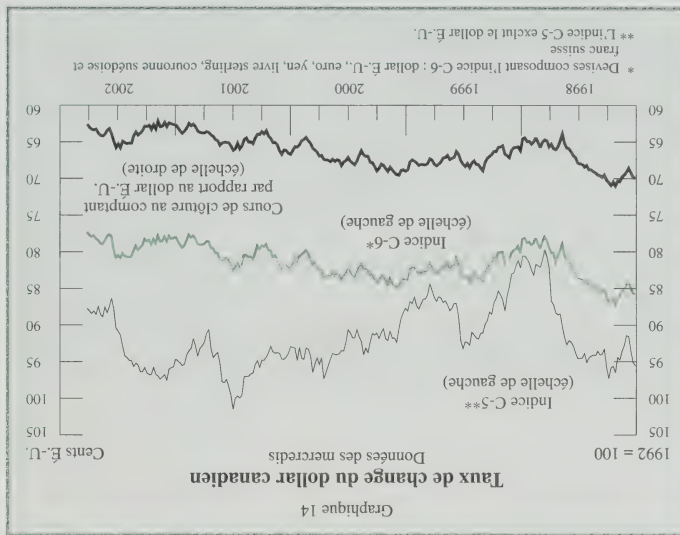


économique se contrebalançait. Toutefois, les inquiétudes entourant les répercussions possibles de l'évolution des marchés financiers sur la croissance économique s'étant accrues au cours de l'été, le FOMC a conclu, à sa réunion d'août, que la résultante des risques penchait dorénavant vers un affaiblissement de l'activité économique.

Ces derniers mois, les attentes en matière de taux d'intérêt incorporées aux contrats à terme se sont ajustées à la baisse aux États-Unis. Au moment de la parution du *Rapport d'avril*, les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux (qui constituent une indication du taux cible attendu) donnaient à penser que les marchés prévoyaient une hausse des taux directs en 2002. Toutefois, leurs niveaux récents incitent à croire que les marchés s'attendent maintenant à ce que les taux restent stables, ou peut-être même diminuent, d'ici la fin de l'année. Les prix des contrats à terme ont également reculé au Canada, mais laissent encore entrevoir une montée possible des taux d'intérêt à court terme avant la fin de l'année.

Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien s'est légèrement replié depuis avril dernier (Graphique 14). Tout au long du printemps, le dollar s'était raffermi à la suite de la publication de statistiques



L'endettement continu des ménages a été largement compensé par un accroissement des avoirs. En outre, les ménages semblent en bonne posture pour financer la dette accumulée, la part du revenu personnel consacrée au service de cette dette s'établissant bien en deçà des moyennes historiques.

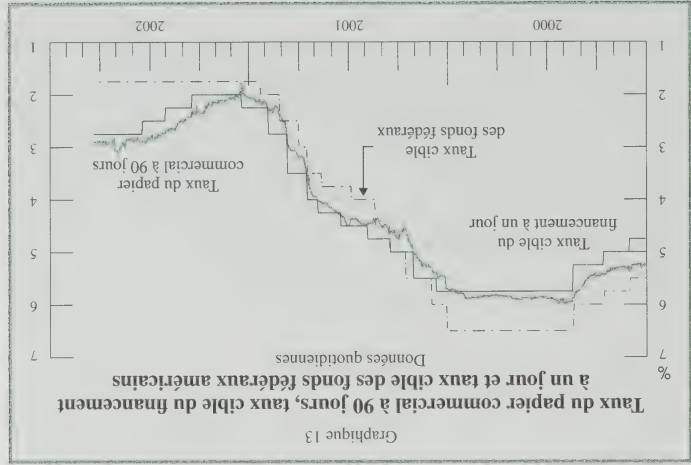
La richesse des ménages s'est ressentie du repli des cours boursiers, mais cet effet a été en partie contrebalancé par le renchérissment des biens immobiliers. Selon certaines études, les dépenses de consommation seraient moins sensibles aux fluctuations du cours des actions qu'aux variations du prix des maisons.

Les mesures de politique monétaire

À la lumière de renseignements indiquant qu'une vigoureuse reprise était en cours au pays, la Banque du Canada a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 4 juin 2002, pour l'établir à 2,50 %, et à nouveau le 16 juillet, pour le porter à 2,75 % (Graphique 13).

Devant la détérioration des perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, la volatilité des marchés financiers mondiaux et la situation géopolitique instable, la Banque a maintenu son taux cible à 2,75 % le 4 septembre et le 16 octobre.

Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux, auquel la Réserve fédérale avait retranché au total 475 points de base en 2001, est resté à 1,75 % depuis le début de l'année. À l'issue de sa réunion de mars, et dans les mois qui ont suivi, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) était d'avis que les risques de hausse de l'inflation et de ralentissement de la croissance



Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du Rapport d'avril :

4 juin — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,50 %

16 juillet — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,75 %

4 septembre — aucune modification

16 octobre — aucune modification

jours d'octobre, l'indice S&P 500 a perdu près de 25 % de sa valeur et, au Canada, l'indice TSX a reculé d'environ 20 %.

Les banques canadiennes demeurent prudentes dans leurs opérations de crédit, les provisions pour pertes sur prêts se maintenant à des niveaux élevés et les revenus des marchés de capitaux restant anémiques. Aux États-Unis, les institutions bancaires continuent de réserver leurs modalités de financement en raison de l'assombrissement des perspectives économiques, des inquiétudes entourant certains secteurs et de la diminution de leur tolérance à l'égard du risque.

Avec l'aggravation de l'incertitude, les entreprises remettent à plus tard leurs projets d'investissement, et la demande de financement externe par les sociétés américaines et canadiennes est aussi en baisse. De plus, les entreprises canadiennes, dont les profits dépassent généralement ceux de leurs homologues américaines, pourraient avoir puisé dans leur trésorerie pour régler leurs dépenses.

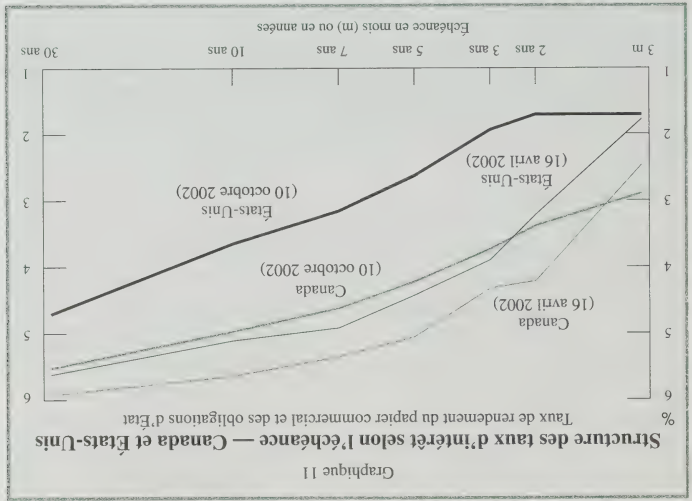
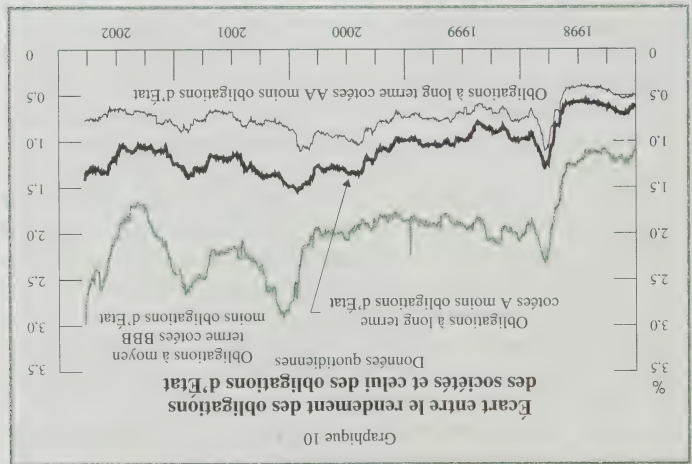
Sous l'effet de ces facteurs d'offre et de demande, les opérations de financement ont diminué, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les émissions obligataires ont sensiblement ralenti depuis avril dernier, et le crédit bancaire a fléchi, tout comme l'encours du papier commercial. Au Canada, on observe un tassement considérable de l'expansion de l'ensemble des crédits aux entreprises. En revanche, les crédits aux ménages, à la faveur de la dépense de ces derniers (particulièrement dans le secteur du logement) ainsi que des modalités de crédit favorables, notamment les bas taux hypothécaires et l'accès facile aux concours bancaires.



Au Canada, les banques demeurent prudentes dans l'octroi de crédits, alors qu'aux États-Unis, elles continuent de réserver leurs modalités de financement.

La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises a fortement ralenti depuis avril...

— tandis que celle des concours aux ménages est demeurée vigoureuse.



investisseurs envers le risque, qui a amené ces derniers à délaisser les actions pour les obligations émises par des emprunteurs bien cotés, a grandement contribué à ce repli, qui tient probablement aussi, en partie, à l'ajustement des attentes des marchés concernant l'évolution des taux directs.

Les marchés boursiers internationaux ont affiché une faiblesse considérable, subissant des pertes importantes et traversant des périodes de grande volatilité. Du début de l'année aux premiers

Encadré 3

Les conditions de financement des entreprises et la demande globale

L'évolution financière influe sur la demande globale notamment par son incidence sur les conditions de financement des entreprises. Les événements qui ont des répercussions négatives sur la situation financière des emprunteurs ou qui réduisent la volonté ou la capacité des prêteurs de fournir des fonds entraînent une majoration des primes de risque sur les marchés obligataires, un recul du cours des actions et un durcissement des modalités de prêt. Si le financement devient moins disponible ou que son coût augmente, cela a pour conséquence de restreindre les investissements des entreprises et d'affaiblir la demande globale.

Les crédits aux entreprises peuvent être limités à la suite d'une détérioration de la situation financière des emprunteurs. Par exemple, une diminution perçue de la capacité de ces derniers à générer des revenus en vue de rembourser leurs emprunts peut causer une contraction des prêts. De même, une baisse de la valeur des actifs peut amoindrir la valeur des garanties et, partant, réduire le montant des crédits accordés. L'incertitude concernant l'évolution future des bénéfices ou la valeur des garanties d'un emprunteur, liée peut-être à une perte de confiance dans les pratiques comptables des sociétés, aura un effet similaire.

Un changement de la situation financière des prêteurs ou de l'attitude de ceux-ci à l'égard du risque peut également donner lieu à un resserrement des conditions de financement. Ainsi, une détérioration du bilan des banques peut amener celles-ci à durcir leurs exigences et les modalités de leurs prêts afin d'atténuer les risques ou à appliquer des taux d'intérêt plus élevés en contrepartie des risques encourus. Les banques peuvent aussi diminuer les prêts qu'elles consentent à certains secteurs ou à certains types d'emprunteurs dans le but de diversifier davantage leurs portefeuilles ou de limiter leur exposition au risque. Au début des années 1990, par exemple, les banques américaines ont subi des pertes dans leurs portefeuilles immobiliers, ce qui a eu une incidence sur leur santé financière. Il en est résulté un resserrement des conditions du crédit et une réduction de l'accès au financement pour un large éventail d'emprunteurs durant un certain temps.

Sur les marchés obligataires, les changements de la perception que les prêteurs ont du risque ou du poids de leur propension à prendre des risques se traduiront par un étagement des écarts de taux d'intérêt entre les obligations de sociétés et les obligations d'État — particulièrement dans le cas des entreprises moins bien cotées — et par un accès restreint aux marchés du papier commercial. Au moment de la cessation de paiement de la Russie et du quasi-effondrement de Long-Term Capital Management en 1998, les primes de risque sur les investissements à haut risque ont augmenté considérablement. Les écarts relatifs aux obligations de bonne qualité se sont également creusés, les investisseurs recherchant la liquidité des obligations du Trésor américain.

L'évolution des marchés boursiers se répercute bien évidemment sur le coût du financement par émission d'actions. Le repli du cours des actions et l'accroissement de la volatilité rendent la levée de fonds plus difficile et plus coûteuse. Enfin, le tarissement d'une source de financement peut réduire la capacité d'obtenir des fonds d'une autre source. Par exemple, si les banques suppriment l'accès aux lignes de crédit de substitution, les investisseurs sur le marché du papier des sociétés ne seront pas disposés à acheter ce type de papier. Les changements apportés à la cotation des titres d'une entreprise peuvent dégrader aux conditions d'un prêt bancaire et entraîner la renégociation ou l'annulation de ce dernier. De tels événements provoquent une hausse du coût du financement externe, ce qui rend les investissements plus onéreux.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Au cours des derniers mois, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'activité économique internationale en raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers à l'échelle mondiale. Il existe plusieurs canaux par lesquels ces facteurs peuvent avoir une incidence sur l'économie réelle (Encadré 3). Une hausse des primes de risque fait monter le coût du capital, et l'accès des entreprises au financement externe peut se trouver entravé si les prêteurs sont moins disposés à fournir des fonds ou moins en mesure de le faire. Une baisse du prix des actifs peut se répercuter sur la dépense par suite de ses effets sur l'avoir net des entreprises et des ménages; ces derniers peuvent aussi reporter certains achats lorsque l'incertitude est généralisée.

Au moment d'arrêter la trajectoire qu'il convient d'imprimer au taux d'intérêt directeur, il est important d'évaluer l'incidence de ces « vents contraires » financiers sur l'activité économique. Dans un certain nombre de pays, la présence de ces vents contraires explique en partie pourquoi les taux d'intérêt directeurs restent bien en deçà des niveaux ordinairement considérés comme neutres. La trajectoire qui ramènera les taux directeurs vers ces niveaux neutres dépendra dans une large mesure de la rapidité avec laquelle les vents contraires se dissiperont.

La situation financière des entreprises et des ménages

Dans l'ensemble, les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées sur un grand nombre de marchés depuis la publication du *Rapport* d'avril. Les emprunteurs à haut risque sont confrontés à une hausse du coût du capital et à un accès réduit au financement externe en raison du creusement des écarts sur le marché obligataire, du recul des cours boursiers et de la diminution de l'offre de crédits bancaires. En revanche, le coût du financement demeure bas pour les emprunteurs à faible risque.

Les écarts de taux de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont accrues sur presque toute la gamme des cotations (Graphique 10). Malgré l'élargissement des écarts, les taux d'intérêt dont sont assortis les titres de dette des sociétés bien cotées ont fléchi par suite de la baisse des taux des obligations d'État.

Au cours des six derniers mois, les rendements des obligations d'État à moyen et à long terme ont fortement chuté au Canada et aux États-Unis (Graphique 11). La réduction de la tolérance des

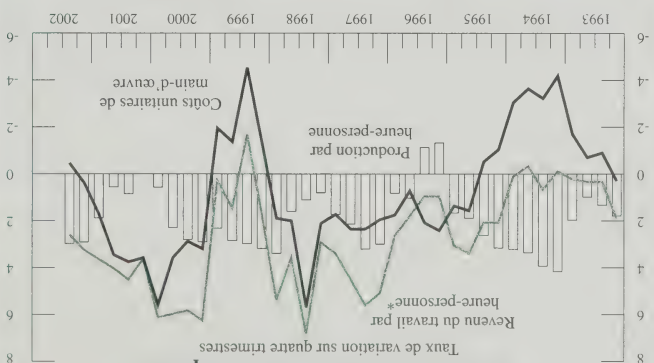
Les conditions financières auxquelles sont confrontées les entreprises en Amérique du Nord se sont détériorées ces six derniers mois.

En raison du climat incertain et de la volatilité des marchés financiers, des risques d'affaiblissement ont plané sur l'économie mondiale.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

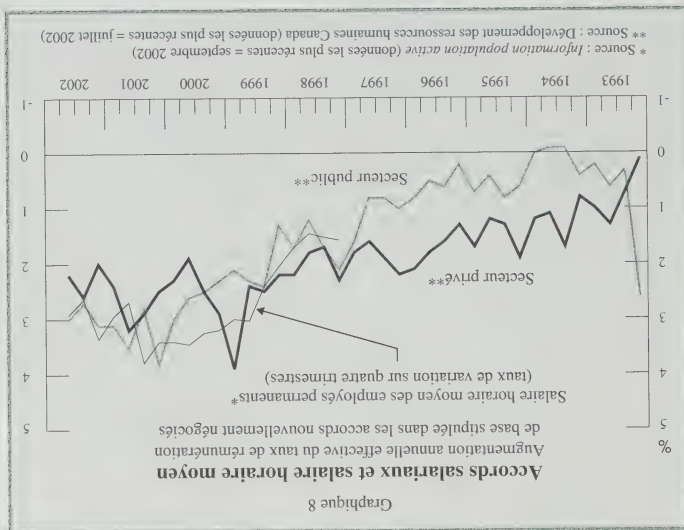
SOURCE : Le Quotidien de Statistique Canada

régionaux de la Banque ont menée auprès d'entreprises canadiennes, les pressions qui se font sentir sur la capacité ne sont pas généralisées. Tout bien considéré, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires qui subsiste actuellement au sein de l'économie est légèrement plus élevée que ne le donne à penser sa mesure habituelle de l'écart de production.

La maîtrise des coûts

Si l'on en croit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération moyenne a diminué, passant de quelque 3,5 % en début d'année à un peu moins de 3,0 % au troisième trimestre de 2002 (Graphique 8).

La hausse sur quatre trimestres du revenu du travail dans les entreprises s'est beaucoup ralentie depuis la fin de 2000. En revanche, le taux de croissance de la productivité du travail a grimpé à 3 % au premier semestre de 2002, à la faveur de la reprise nasissante. En raison de cette accélération marquée des gains de productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises sont inférieurs à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9).



Encadré 2

Différents indicateurs relatifs aux pressions sur la capacité de l'économie

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque emploie habituellement portent à croire que l'économie canadienne est passée d'une situation de demande excédentaire en 2000 à une situation d'offre excédentaire au second semestre de 2001¹. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada fait état d'une évolution similaire. Au cours du second semestre de l'année dernière, ce taux est descendu au-dessous du niveau moyen enregistré sur la période 1987-2001. En outre, tant l'écart de production que le taux d'utilisation des capacités donnent à penser que l'offre excédentaire s'est considérablement amenue au premier semestre de 2002 et que l'économie a tourné presque à plein régime au deuxième trimestre.

Les pressions sur la capacité de production ont été particulièrement manifestes sur le marché du logement. Le taux d'occupation des unités d'habitation est très faible. Ce fait, conjugué aux conditions monétaires expansionnistes, a insufflé un vif élan à la demande d'habitations, ce qui a fait diminuer le parc de logements neufs mais inoccupés et provoqué un nouveau renchérissement des maisons, tant nouvelles qu'anciennes. Néanmoins, l'essor vigoureux de la construction résidentielle a permis un bond remarquable de l'offre et a ainsi empêché les prix de s'accroître encore plus rapidement.

Les autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes sur la capacité de l'économie. Entre les deuxièmes trimestres de 2001 et de 2002, la hausse du taux de chômage à l'échelle nationale a légèrement dépassé un demi-point de pourcentage. L'emploi a augmenté aussi accéléré. De fait, une partie de la montée du taux d'activité global traduit probablement un relèvement tendanciel du taux d'activité, en raison principalement d'une participation accrue au marché du travail des femmes de 25 ans ou plus et des hommes de 55 ans ou plus². D'après les enquêtes menées par les bureaux régionaux de la Banque et par Statistique Canada, les pénuries de main-d'œuvre seraient également inférieures à ce qu'elles étaient au premier semestre de 2001. Ces indicateurs montrent tous qu'il subsiste des ressources inutilisées sur le marché du travail. Le ralentissement récent des hausses de la rémunération, malgré la tenue relativement bonne de la production, conforte ce diagnostic.

Par ailleurs, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas. Le taux d'occupation des bureaux a fortement progressé depuis la fin de 2001, et les prix des propriétés non résidentielles sont à peine supérieurs aux niveaux d'il y a un an.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté davantage que nous ne l'avions prévu dans le *Rapport d'avril* dernier, c'est surtout à cause de facteurs indépendants des tensions sous-jacentes s'exerçant sur l'appareil de production — notamment les hausses inattendues des primes d'assurance automobile et des tarifs d'électricité. À la lumière de ce large éventail d'indicateurs, la Banque estime que les pressions actuelles sur la capacité de l'économie sont un peu inférieures à celles qu'indiquait la mesure économétrique de l'écart de production.

1. La mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise repose sur une variante du filtre multivarié décrit par Butler (1996), qui établit le niveau de la production potentielle à partir de l'évolution de certaines variables observables, telles que la quantité de main-d'œuvre, la production du travail et l'inflation (cf. la Note technique 1 dans le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1995).

2. La mesure économétrique de la production potentielle tient compte des données sur l'évolution du taux d'activité, mais elle a tendance à ne réagir que lentement aux modifications du taux d'activité tendanciel. Par conséquent, si ce dernier a augmenté, elle tend à sous-estimer la production potentielle tant que l'ampleur de la hausse n'est pas totalement prise en compte.

D'importantes modifications ont été apportées récemment aux séries chronologiques des comptes nationaux des États-Unis. Les chiffres concernant la croissance du PIB réel durant les deux dernières années ont été révisés à la baisse, ce qui s'est traduit dans les données par un allongement de la récession que ce pays a connue en 2001. En se fondant sur ces révisions, ainsi que sur la croissance plus faible que prévu de l'activité au second trimestre, la Banque estime que l'économie américaine dispose actuellement de plus de capacités excédentaires qu'on ne le croyait jusqu'ici.

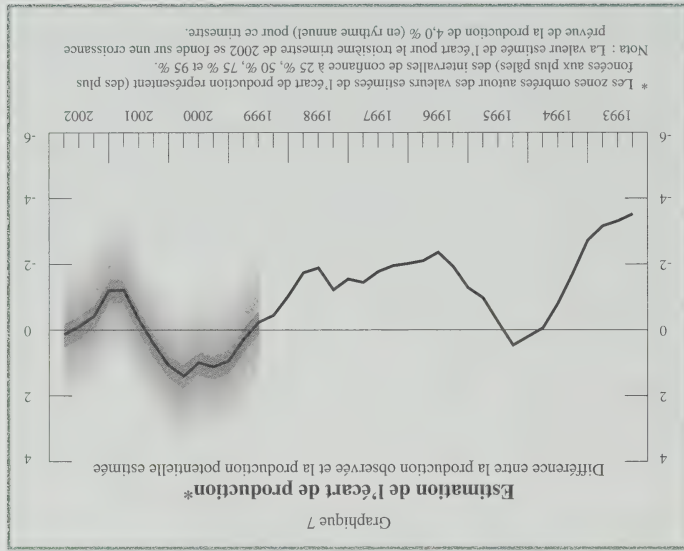
Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

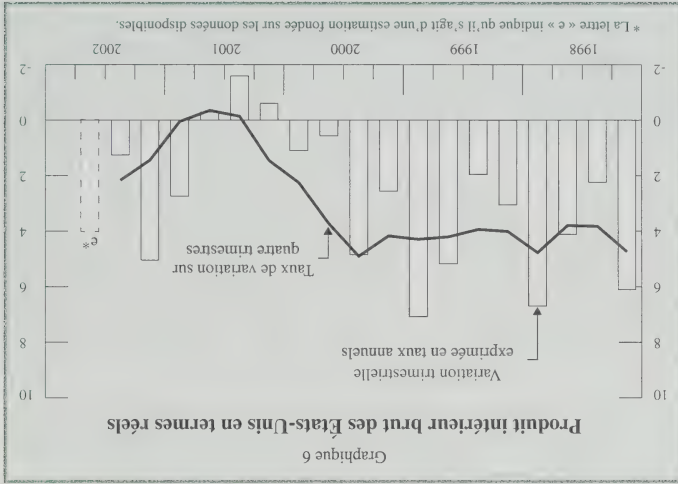
Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, les capacités inutilisées au sein de l'économie étaient en grande partie disparues à la fin de l'été (Graphique 7).

Plusieurs autres indicateurs font toutefois état de pressions moindres sur l'appareil de production que celles que laissent entrevoir les mesures habituelles (Encadré 2). Les gains importants que l'emploi connaît depuis le début de l'année se sont accompagnés d'une montée marquée du taux d'activité. La demande accrue de main-d'œuvre a donc été en partie satisfaite par une augmentation de l'offre. Il est en effet probable que l'accroissement du taux d'activité s'explique partiellement par un relèvement du taux d'activité tendanciel. À en juger par la dernière enquête que les bureaux

... mais n'est pas encore entièrement résorbée

Au Canada, la marge de capacités inutilisées a diminué sensiblement.





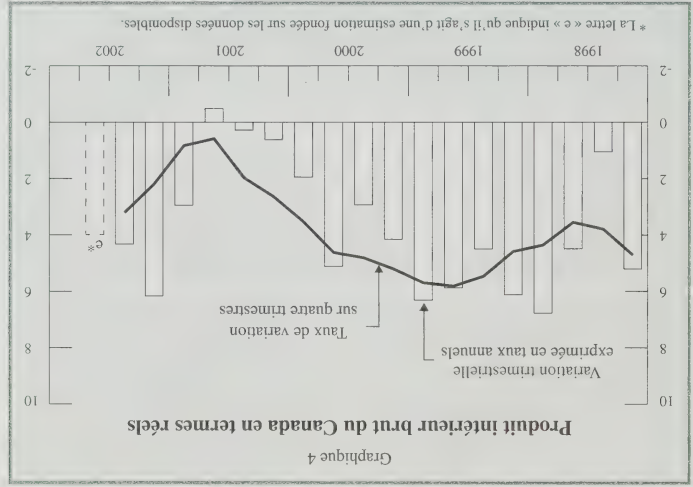
Après avoir connu une expansion robuste au premier trimestre de 2002, l'activité économique aux États-Unis a considérablement ralenti le trimestre suivant, mais, d'après les indicateurs dont nous disposons, elle se serait ressaisie au troisième trimestre (Graphique 6). Elle aurait progressé d'environ 3 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Aux trois premiers trimestres de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été un peu plus rapide que ce que nous projetions dans le *Rapport* d'avril. Le PIB réel a crû de 5,2 % en rythme annuel au premier semestre, et les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi portent à croire qu'il aurait progressé à un taux d'environ 4 % au troisième trimestre (Graphique 4). Par conséquent, l'économie s'est rapprochée des limites de sa capacité plus vite que nous ne le prévoyions en avril.



L'assouplissement marqué de la politique monétaire en 2001, tout comme les solides gains enregistrés au chapitre de l'emploi et des revenus réels, a grandement contribué au regain de confiance des consommateurs et à la forte croissance de la dépense des ménages observée depuis le début de 2002 (Graphique 5). Les exportations canadiennes se sont redressées, à la faveur de la relance qui s'opère aux États-Unis depuis le dernier trimestre de 2001. L'accumulation des stocks a repris au second trimestre de cette année, et les investissements en machines et matériel affichent une nette remontée. Par ailleurs, sous l'impulsion vigoureuse de la demande au pays, les importations en volume ont aussi augmenté de façon appréciable.

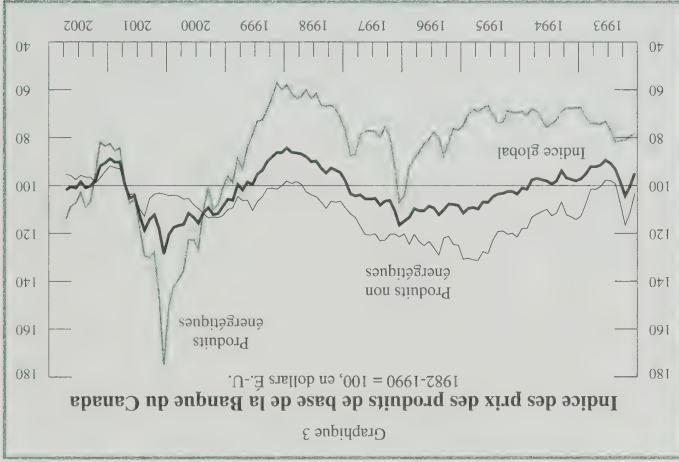
... mais la croissance des exportations et la recon-
titution des stocks qui
s'est amorcée ont aussi
contribué à l'expansion
robuste de l'économie.

Exemple...

La dépense des ménages
a vivement progressé au

... et le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a grimpé, passant de 1,5 % en février à 2,6 % en août. Cette augmentation s'est produite plus tôt qu'on ne s'y attendait au moment de la publication du *Rapport d'avril*, mais le mouvement de convergence observé entre l'inflation mesurée par l'IPC global et celle mesurée par l'indice de référence avait été prévu. Plus tôt cette année, le cours du pétrole brut a fait un bond marqué, que l'on attribue principalement aux craintes d'une interruption des approvisionnements dans l'éventualité d'un déclenchement des hostilités au Proche-Orient (Graphique 3). L'important relèvement des taxes sur les produits du tabac a également accentué la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC global.



Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont reculé depuis la mi-avril.

Contrairement aux prix de l'énergie, les prix des produits de base non énergétiques, qui avaient monté au début de l'année à la faveur du redressement de la demande mondiale, ont reculé depuis la mi-avril, le taux de croissance attendu de l'économie mondiale ayant été révisé à la baisse (Graphique 3). Les cours du bois d'œuvre, en particulier, ont accusé un net repli, en raison notamment de l'écoulement aux États-Unis des stocks accumulés avant que le gouvernement américain ne confirme qu'il allait imposer des droits sur le bois d'œuvre résineux. Les prix des métaux de base ont aussi diminué, mais dans une moindre mesure, par suite d'un tassement de la demande. Parallèlement, un accroissement de l'offre a contribué à faire fléchir les prix du bétail. En revanche, les cours des céréales ont vivement augmenté, principalement sous l'effet de la grave sécheresse qui a sévi dans l'Ouest canadien et dans d'autres régions.

Encadré 1

La hausse de l'indice de référence analysée à la lumière de l'évolution de ses composantes

Le niveau plus élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence, depuis le début de 2002, résulte surtout de majorations de prix inattendues dans certaines composantes « services » de l'indice. En règle générale, les prix des services finaux augmentent plus rapidement que les prix des biens finaux, principalement parce que la croissance de la productivité est moindre dans le secteur des services que dans celui des biens. Toutefois, l'écart entre les taux d'accroissement annuels des prix des biens et des services s'est considérablement élargi cette année. Sous l'effet notamment de la vive progression des coûts d'assurance habitation, et particulièrement d'assurance automobile, le taux d'augmentation sur douze mois des prix des services compris dans l'indice de référence s'est élevé à 3,5 % en août. L'ascension des coûts d'assurance découle en grande partie de la montée de la valeur des demandes d'indemnité, jugée au faible rendement affiché dernièrement par les placements financiers. Les frais de logement inclus dans l'indice de référence ont également crié à un rythme plus soutenu cette année, par suite de la hausse des coûts de construction et de la forte demande d'habitations. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix des logements neufs de Statistique Canada, qui sert à établir l'évolution de la composante « habitation » de l'indice de référence, est passé de 3,1 % au premier trimestre de cette année à 4,0 % au second trimestre.

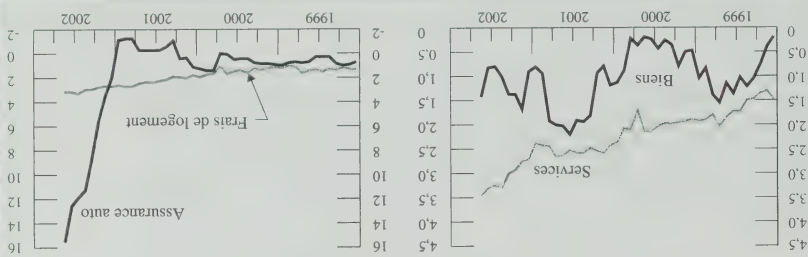
Contrairement aux services, les biens contenus dans le panier de l'indice de référence ont renchéri de seulement 1,4 % en août par rapport à la même période l'an dernier. Cela s'explique par l'augmentation modeste — voire la réduction — des prix de produits tels que les automobiles, d'autres biens durables, les vêtements et les chaussures. Par contre, les prix de l'électricité ont fortement grimpé en Ontario, ce qui tient à un relèvement des frais de base facturés aux consommateurs et aux pressions exercées sur la demande d'énergie par les conditions météorologiques en juillet et en août.

Sur le marché du logement, l'offre a progressé à la faveur de l'essor vigoureux de la construction et d'une hausse du nombre des inscriptions par rapport aux ventes. En conséquence, le taux d'accroissement des prix des maisons semble avoir cessé de s'accélérer, bien qu'il reste élevé. Si le niveau de l'offre continue de se rapprocher de celui de la demande, on peut donc s'attendre à ce que la montée des prix des maisons neuves et des frais de logement compris dans l'indice de référence se ralentisse légèrement dans les mois à venir. L'évolution des coûts d'assurance automobile est encore plus difficile à prévoir, mais on croit que les augmentations mensuelles seront un peu moins prononcées à ce chapitre. Néanmoins, comme rien n'indique que la tendance à la hausse des prix des logements et des primes d'assurance automobile se renversera dans les prochains mois, ces composantes devraient contribuer à maintenir le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence à un niveau relativement élevé durant une bonne partie de 2003.

En revanche, la part de la montée des prix de l'électricité en Ontario attribuable aux conditions météorologiques devrait s'inverser à court terme, ce qui réduira l'incidence de cette composante sur le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence.

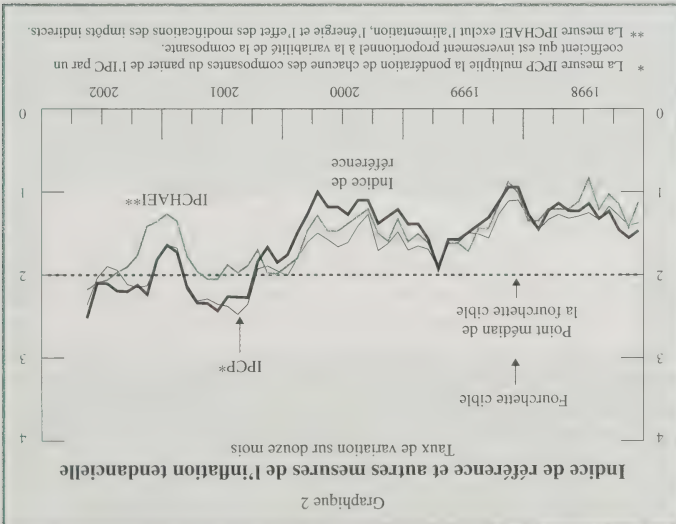
Composantes de l'indice de référence

Taux de variation sur douze mois



2. La structure du marché de l'électricité en Ontario ayant subi certains changements, les frais de base facturés aux consommateurs ont augmenté. De plus, les prix de gros de l'électricité sont devenus plus sensibles aux conditions de la demande. Les autres composantes du prix au détail de l'électricité, notamment les coûts de transmission et de distribution, sont toujours réglementées.

Le niveau supérieur aux prévisions du taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie aux relevements inhabituels des primes d'assurance et du prix de l'électricité (Encadré 1). La hausse notable des primes d'assurance habitation et en particulier des primes d'assurance automobile découle, dans une large mesure, de l'augmentation du montant des demandes d'indemnité ainsi que du faible rendement enregistré récemment par ce secteur d'activité sur ses placements financiers. L'escalade des coûts d'assurance a fait monter de 0,7 point de pourcentage l'inflation mesurée par l'indice de référence au mois d'août. De plus, les conditions météorologiques ont fait bondir récemment le prix de l'électricité en Ontario, mais la situation devrait largement s'inverser au cours des prochains mois². L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est également ressentie de la demande vigoureuse de logements et d'articles d'ameublement, qui a provoqué un renchérissement de ces biens. En outre, les majorations passées des coûts des produits importés imputables à la dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2000 ont continué d'exercer des pressions à la hausse sur les prix.

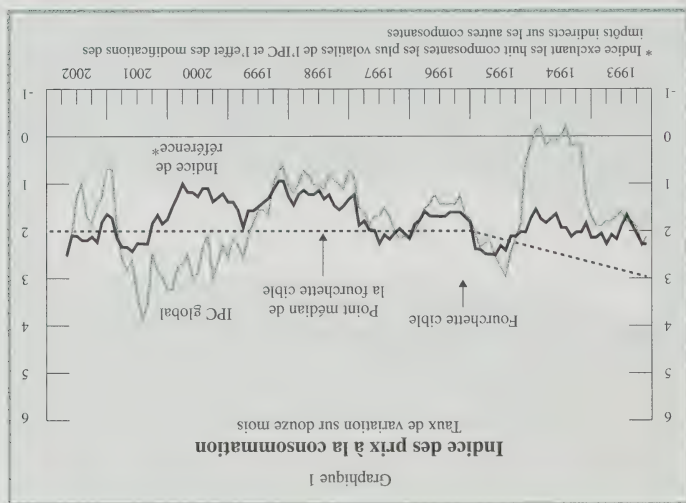


2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis février 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée au-dessus de 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est inscrit en hausse marquée pour s'établir juste au-dessus de celui de l'indice de référence, en raison d'une importante majoration des taxes sur les produits du tabac et d'une forte remontée des cours du pétrole brut.

L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 1)¹. De février à juillet, elle s'est maintenue aux environs de 2,2 %, puis elle a grimpé à 2,5 % en août. Les autres mesures de l'inflation tendancielles ont affiché un niveau inférieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence, mais en août elles dépassaient toutes 2 %, le point médian de la fourchette cible (Graphique 2).



1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport inter-urbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

La présente livraison
du Rapport examine les
facteurs externes et
internes qui façonnent
les perspectives de
l'économie canadienne.

La présente livraison du *Rapport* contient une analyse détaillée des facteurs externes et internes susceptibles de façonner l'évolution de l'économie canadienne d'ici la fin de 2003. On y décrit aussi les facteurs qui devraient pousser à la hausse l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des mois à venir. Dans l'ensemble, la Banque reste d'avis que les conditions économiques fondamentales nécessiteront de nouvelles réductions du degré de détente monétaire. Le moment et l'ampleur des ajustements auxquels elle procédera dépendront de l'évaluation continue qu'elle effectuera des forces externes et internes et de leurs implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et l'inflation au Canada.

1. INTRODUCTION

Au cours de la dernière année, la croissance de l'activité au Canada a surpassé celle de presque tous les autres grands pays industriels. L'économie canadienne a progressé à un rythme supérieur à celui de sa production potentielle et se rapproche maintenant des limites de sa capacité. En outre, des gains remarquables ont été enregistrés au chapitre de l'emploi. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de 2 % que vise la Banque. Dans ce contexte, la politique monétaire s'est employée à réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place.

Si l'expansion économique a été vigoureuse au pays, la reprise a été moins rapide que prévu à l'échelle mondiale. Depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, l'évolution de la conjoncture économique, financière et géopolitique a contribué à modérer les perspectives de croissance de l'économie mondiale et à les rendre plus incertaines. Parmi les faits marquants survenus, mentionnons la poursuite de la correction du surinvestissement des années passées, le recul du prix des actions, la hausse des primes de risque, les inquiétudes à l'égard des pratiques des entreprises en matière de gouvernance et de déclaration de l'information financière, le climat géopolitique au Proche-Orient et les craintes concernant la situation dans plusieurs pays d'Amérique latine.

Cette évolution pourrait éventuellement se répercuter sur l'économie canadienne par un certain nombre de canaux. Un tassement de la croissance à l'étranger aurait des conséquences sur nos exportations, dont la plus grande partie est destinée aux États-Unis. Les dépenses des entreprises et des ménages au Canada pourraient aussi être touchées par l'augmentation du coût du capital, la diminution de la richesse consécutive à la chute des cours boursiers et le resserrement des conditions du crédit. Les préoccupations que suscitent les méthodes de gouvernance des sociétés et l'instabilité sur le plan géopolitique ont également accru l'incertitude, ce qui pourrait amener les ménages et les entreprises à différer leurs dépenses jusqu'à ce que la situation se clarifie.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préalable du 16 octobre 2002.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la fourchette cible	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. L'évolution financière	17
La situation financière des entreprises	17
et des ménages	17
Les mesures de politique monétaire	21
Le taux de change et les conditions	21
monétaires	22
4. Les perspectives en matière d'inflation	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada ..	25
La mesure des attentes relatives à l'inflation ..	26
Les autres facteurs qui influent	28
sur l'inflation	28
L'incidence de la croissance de	28
la masse monétaire sur l'inflation	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
5. Conclusions	32
Bibliographie	33
Encadrés	
1. La hausse de l'indice de référence	
analysée à la lumière de l'évolution	
de ses composantes	9
2. Différents indicateurs relatifs aux	
pressions sur la capacité de l'économie ..	14
3. Les conditions de financement des	
entreprises et la demande globale	18

Gouverneur, Banque du Canada
18 septembre 2002

David Dodge

La belle tenue récente de notre économie, loin d'être le fruit du hasard, tient au cadre solide que nous nous sommes donné pour maîtriser l'inflation et gérer les finances publiques. [...] Restés fidèles à cette approche pendant la tourmente économique que nous venons de traverser, nous nous voyons maintenant récompensés des énormes efforts que nous avons déployés [...]. Comme le prouvent avec éloquence les résultats économiques récents du Canada, ce cadre d'action a montré sa valeur, et il continuera de bien nous servir.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— octobre 2002 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman,
Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duquay.*

BANQUE DU CANADA

La pièce d'or de 200 \$ reproduite en couverture est l'œuvre de l'artiste John Mantha. Émise en 1995, elle illustre la fabrication du sirop d'érable, une tradition typiquement canadienne. Ce sont les peuples autochtones qui ont enseigné aux premiers colons à recueillir la sève de l'érable à sucre puis à la faire bouillir pour la transformer en sirop et en sucre. La partie de sucre est vite devenue un rituel du printemps au Canada et, encore aujourd'hui, l'érable traditionnelle familiale traditionnelle est au cœur de cette industrie agricole si particulière.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4923

CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— octobre 2002 —



MONETARY POLICY REPORT

– October 2002 –

Summary

Overview

The Canadian economy has expanded strongly through 2002 and is now operating close to its full production capacity. Consumer price inflation has risen above the Bank's 2 per cent target and is expected to rise somewhat further before year-end because of a number of relative price movements—most importantly, higher insurance premiums and energy costs. What is important for monetary policy is that these effects not feed into price and wage inflation, but remain “one-off” influences on specific prices.

Against the background of a strengthening economy, the Bank of Canada began last spring to reduce the substantial amount of monetary stimulus provided in 2001.

While the Canadian economy has remained strong in recent months, an uncertain global economy and a reduced tolerance for risk in financial markets are working to dampen the outlook for Canadian economic growth in the near term. The Bank therefore decided on 4 September and 16 October to leave the target for the overnight rate of interest unchanged.

It remains the Bank's view, going forward, that further removal of monetary stimulus will be required to achieve the inflation target over the medium term. The timing and extent of policy tightening will depend on unfolding economic, financial, and geopolitical developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada. As well, the

Bank will watch closely how well inflation expectations remain anchored, given the relative price movements noted above.

Highlights

- The underlying momentum of the Canadian economy remains strong.
- However, the Bank has lowered its growth projection for Canada through 2003 because of the dampening influences of global economic, financial, and geopolitical developments.
- Inflation has been above the Bank's target rate, as well as above expected levels, largely reflecting a number of relative price movements.
- Given the projected balance of supply and demand in the economy, and provided that the relative price movements do not feed into price and wage inflation more generally, core inflation is expected to fall back to the 2 per cent target in the second half of next year.
- Going forward, further removal of monetary stimulus will be required, with the pace and extent of the tightening depending on unfolding developments and on their implications for pressures on capacity and inflation in Canada.

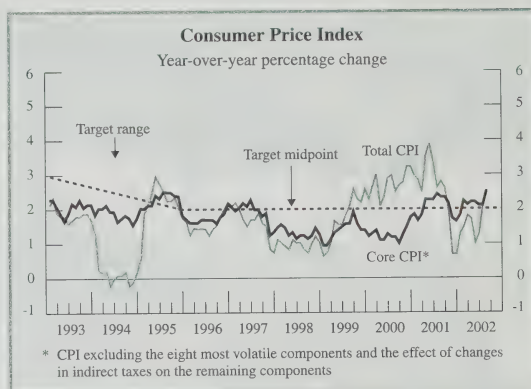
Recent Economic and Financial Developments

The Canadian economy has outperformed virtually all other major industrial economies over the past year. Demand for housing and furnishings has been particularly strong. Investment in both inventories and fixed capital has also been stronger than anticipated. As a result, the economy expanded at a faster pace in the first three quarters of this year than expected at the time of the April *Monetary Policy Report*.

Growth elsewhere in the world has been slower than expected. Among the factors that have held back the global economy are a delayed rebound in investment, a decline in equity prices, rising risk premiums, concerns about corporate governance and financial reporting (coming mainly from the United States), geopolitical developments, and the situation in several Latin American countries. These factors have created uncertainties in the global economy, reduced risk tolerance, and resulted in volatile financial markets.

Canada's economy posted annualized growth of 5.2 per cent in the first half of 2002, well above the growth rate of the economy's production capacity. The Bank estimates that Canada's economy grew at an annualized rate of 4 per cent in the third quarter. So, the economy has moved towards its production capacity more quickly than expected and is now operating close to that level.

Since the April *Report*, the Bank of Canada has removed some of the substantial monetary stimulus in the economy. The Bank raised its target for the overnight rate of interest by 25 basis points on 16 April, 4 June, and 16 July to its current level of 2.75 per cent. But with the uncertainties and weaker global outlook likely to dampen growth in aggregate demand for Canadian output in the near term, the Bank left its overnight rate target unchanged on 4 September and on 16 October.

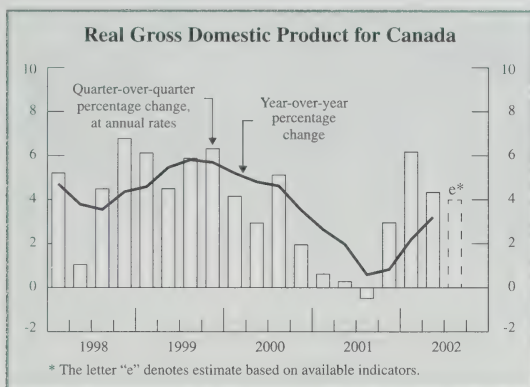


The Bank's core measure of inflation has been running above earlier projections. Several factors, which should affect inflation only temporarily, have been behind this move. Home and auto insurance premiums have jumped substantially, partly because of higher claims against insurance companies. As well, the hot summer weather in Ontario led to a sharp increase in electricity prices. Core inflation has also been boosted by a strong demand for housing and furnishings.

Other energy prices, which are not part of the Bank's core inflation measure, have also increased. These increases, partly related to fears of disruptions in crude oil supplies in the event of a war in the Middle East, pushed the total consumer price index above the core rate sooner than had been expected. Higher tobacco taxes have also contributed to the rise in total CPI inflation.

Prospects for Growth

After a very strong performance in the first three quarters of this year, economic growth in Canada is expected to slow somewhat in the fourth quarter and in the first half of 2003. The level of U.S. economic activity has been revised downwards, and the projection for U.S. economic growth has been scaled back slightly. This implies slower growth in Canadian export volumes. Fixed



investment by Canadian businesses is also expected to be slightly weaker than previously thought, as global uncertainties lead to spending delays.

Over the next three quarters, growth in Canada is expected to average slightly less than the economy's 3 per cent growth potential. But with the U.S. economy projected to gain momentum through next year and global financial conditions assumed to improve, real GDP growth in Canada is expected to pick up to above 3 per cent in the second half of 2003.

This outlook implies average annual growth in Canada of about 3 1/2 per cent in 2002 and in a range of 2 3/4 to 3 3/4 per cent in 2003. The midpoint of this range is slightly below the average of private sector forecasts for 2003.

In the United States, real GDP growth over the fourth quarter of 2002 and the first two quarters of 2003 is expected to average close to 3 per cent — slightly lower than that economy's potential growth rate. While financial market developments are restraining growth, U.S. monetary policy remains very stimulative, with the Federal Reserve holding its policy rate steady at 1.75 per cent. Above-potential growth in the United States should resume and begin to take up economic slack in the second half of next year,

assuming that the effects of recent financial market developments dissipate. This would result in average annual growth of 2 1/2 per cent in 2002 and 3 1/4 per cent in 2003, which is slightly less than forecast in the April Report.

Elsewhere in the world, growth is still expected to pick up, although at a slower pace. Europe should see 1 per cent growth in 2002 and 2 1/2 per cent in 2003. But Japan's economy is expected to shrink by 1 per cent in 2002 and to grow by only 1/2 per cent in 2003.

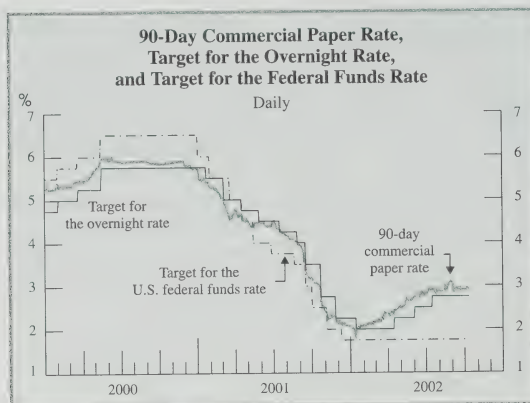
The Outlook for Inflation

The strong growth in Canada's economy so far this year has narrowed the gap between its actual and its potential output.

Conventional estimates of economic slack suggest that the output gap had essentially closed by the end of the summer. But several other indicators point to less pressure on capacity. On balance, it is the Bank's judgment that the economy is currently operating with somewhat more slack than the conventional measures suggest.

The Bank's current outlook suggests that, with monetary stimulus being removed in a timely and measured way, the Canadian economy will continue to operate close to capacity. While a small amount of excess supply will remain over the near term, it is expected to be taken up as output growth moves above potential growth in the second half of 2003. But with the output gap expected to remain small, judgments about the degree of slack will need to be carefully assessed as developments unfold.

This profile for the output gap implies little demand-driven pressure on inflation, either upwards or downwards, over the projection horizon. Nevertheless, both core and total CPI inflation are expected to rise further in the near term and to remain above



earlier expectations well into 2003, because of the relative price movements mentioned earlier.

Core inflation is expected to rise to a peak of about 3 per cent by the end of the year. But as the one-off price influences fade in 2003, and with aggregate supply and demand in balance, core inflation is expected to drop back to the Bank's 2 per cent target in the second half of 2003.

The total consumer price index will continue to be affected by swings in crude oil prices. If tensions in the Middle East keep crude oil prices near US\$30 per barrel, CPI inflation is likely to peak at around 4 per cent by the end of 2002. In 2003, total CPI inflation is expected to move back in line with core inflation, but the pace will depend on the behaviour of oil prices.

Recent experience suggests that the pass-through of temporary oil-price movements to the prices of other

goods and services is relatively small. Thus, while the behaviour of total CPI inflation could be dramatically affected by the near-term behaviour of oil prices, volatile oil prices are not expected to have much of an impact on core inflation.

Risks to the Outlook

Two risks will require close monitoring over the next few months. First, global developments may have a more persistent dampening influence on the Canadian economy than assumed. Second, with the Canadian economy now operating close to capacity and with inflation expected to rise further in the near term, inflation trends and expectations will need to be carefully monitored against the projection that inflation will return to its 2 per cent target in the second half of 2003.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- octobre 2002 -

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne a connu une croissance robuste en 2002 et fonctionne maintenant près des limites de sa capacité. Le taux d'accroissement des prix à la consommation a dépassé la cible de 2 % que vise la Banque et devrait augmenter encore quelque peu d'ici la fin de l'année en raison des variations de certains prix relatifs, principalement des relèvements des primes d'assurance et des coûts de l'énergie. Du point de vue de la politique monétaire, il importe que ces effets n'alimentent pas une montée généralisée des prix et des salaires et qu'ils demeurent ponctuels et limités à certains prix.

Dans le contexte du raffermissement de l'activité économique, la Banque a commencé, le printemps dernier, à atténuer la forte détente monétaire mise en place en 2001.

S'il est vrai que l'économie canadienne a continué d'afficher une belle tenue au cours des derniers mois, l'incertitude qui plane sur la situation économique mondiale et la tolérance réduite des marchés financiers à l'égard du risque sont en train de se répercuter sur ses perspectives de croissance à court terme. La Banque a donc décidé, le 4 septembre et le 16 octobre, de laisser le taux cible du financement à un jour inchangé.

Pour l'avenir, la Banque demeure d'avis que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires à l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme. Le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution économique, financière et géopolitique et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation au pays. Par ailleurs, la

Banque surveillera de près la mesure dans laquelle les attentes d'inflation demeureront bien ancrées, compte tenu des variations des prix relatifs indiquées précédemment.

Faits saillants

- L'économie canadienne demeure fondamentalement vigoureuse.
- Toutefois, compte tenu de l'influence modératrice exercée par l'évolution à l'échelle mondiale de la conjoncture économique, financière et géopolitique, la Banque a révisé à la baisse ses prévisions relatives à la croissance au Canada d'ici la fin de 2003.
- En grande partie sous l'effet des variations de certains prix relatifs, l'inflation a dépassé la cible que vise la Banque et a été plus forte que prévu.
- Compte tenu de l'équilibre projeté entre la demande et l'offre au sein de l'économie, et pourvu que l'évolution des prix relatifs n'alimente pas une montée généralisée des prix et des salaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de l'an prochain.
- Pour l'avenir, la Banque estime que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires; le rythme et l'ampleur du resserrement dépendront de l'évolution de la situation et de ses implications pour les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et sur l'inflation au pays.

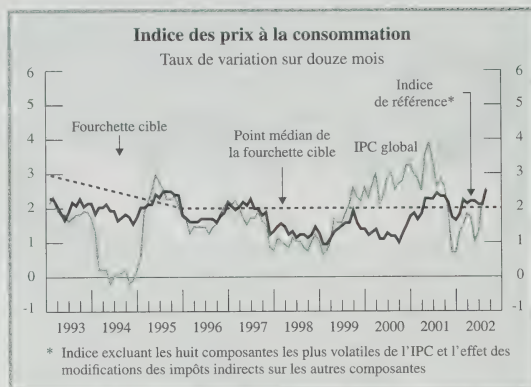
L'évolution économique et financière récente

Au cours de la dernière année, la croissance de l'activité au Canada a surpassé celle de presque tous les autres grands pays industriels. La demande de logements et d'articles d'ameublement a été particulièrement vigoureuse. Les investissements en stocks et en capital fixe ont également affiché un plus grand dynamisme que prévu. Par conséquent, au cours des trois premiers trimestres de l'année, l'économie canadienne a progressé plus rapidement que ce qui avait été projeté au moment de la rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril.

À l'étranger, la croissance a été plus faible que prévu. Parmi les facteurs qui ont freiné l'activité économique à l'échelle internationale, mentionnons la lenteur de la reprise des investissements, le recul du prix des actions, la hausse des primes de risque, les inquiétudes à l'égard des pratiques des entreprises (plus particulièrement des entreprises américaines) en matière de gouvernance et de déclaration de l'information financière, le climat géopolitique et les craintes concernant la situation dans plusieurs pays d'Amérique latine. Ces facteurs ont créé de l'incertitude au sein de l'économie mondiale, diminué la tolérance à l'égard du risque et rendu les marchés financiers volatils.

L'économie canadienne a crû de 5,2 % en chiffres annuels au premier semestre de 2002, soit un rythme bien supérieur à celui de sa capacité de production. La Banque estime que l'activité s'est accrue à un taux annuel de 4 % au troisième trimestre. L'économie s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus vite que nous ne l'avions prévu et fonctionne maintenant à un niveau proche de celles-ci.

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, la Banque a réduit la forte détente monétaire présente au sein de l'économie. Elle a relevé son taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 16 avril, le 4 juin et le 16 juillet, pour porter celui-ci à 2,75 %, le niveau auquel il se trouve en ce moment. Toutefois, comme l'incertitude qui règne et la détérioration des perspectives à l'échelle mondiale risquent de limiter à court terme la croissance de la demande globale de produits canadiens,



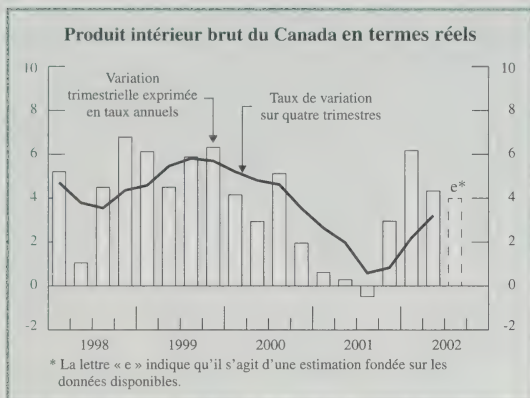
la Banque n'a pas modifié son taux cible le 4 septembre et le 16 octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence de la Banque a dépassé le niveau projeté. Plusieurs facteurs, dont les effets sur l'inflation ne devraient être que passagers, expliquent cette évolution. Les primes d'assurance habitation et d'assurance automobile ont fortement grimpé, en raison notamment de la montée de la valeur des demandes d'indemnité présentées aux compagnies d'assurance. En outre, l'été très chaud qu'a connu l'Ontario a fait bondir les prix de l'électricité dans cette province. La demande vigoureuse de logements et d'articles d'ameublement a également exercé des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les prix d'autres formes d'énergie, qui ne sont pas compris dans l'indice de référence de la Banque, se sont aussi accrus. Ces augmentations, qui tiennent en partie aux craintes d'une interruption des approvisionnements en pétrole brut dans l'éventualité d'un déclenchement des hostilités au Proche-Orient, ont poussé plus tôt qu'on ne s'y était attendu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de celui de l'indice de référence. La majoration des taxes sur les produits du tabac a également contribué à la hausse de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Les perspectives en matière de croissance

Après avoir été très vigoureuse aux trois premiers trimestres, la croissance de-



vrait quelque peu ralentir au Canada au dernier trimestre de cette année et au premier semestre de 2003. Le niveau de l'activité économique aux États-Unis est plus faible qu'on ne l'avait pensé, et les prévisions de croissance pour ce pays ont été revues légèrement à la baisse. La progression du volume des exportations canadiennes devrait donc être plus modérée. On s'attend aussi à ce que les investissements en capital fixe des entreprises canadiennes soient un peu plus faibles qu'on ne l'avait d'abord cru, l'incertitude sur la scène mondiale poussant ces dernières à différer leurs dépenses.

Au cours des trois prochains trimestres, le rythme d'expansion de l'économie canadienne devrait être légèrement inférieur, en moyenne, à celui de la production potentielle, qui est évalué à 3 %. Mais il y a lieu de penser que si, comme on le projette, l'économie américaine gagne de la vigueur tout au long de l'an prochain et que les conditions financières s'améliorent à l'échelle mondiale, la progression du PIB réel au Canada s'accélérera et dépassera 3 % au second semestre de 2003.

Selon ces prévisions, l'économie canadienne verrait son taux de croissance moyen pour l'année avoisiner 3 1/2 % en 2002 et s'établir entre 2 3/4 et 3 3/4 % en 2003. Le point médian de cette plage est légèrement inférieur à la moyenne des prévisions du secteur privé pour l'année 2003.

Aux États-Unis, le rythme d'expansion du PIB réel au cours du dernier trimestre de cette année et du premier semestre

de 2003 devrait avoisiner en moyenne 3 %, soit un niveau légèrement en deçà du taux d'accroissement de la production potentielle. S'il est vrai que les événements touchant les marchés financiers restreignent la croissance, il reste que la politique monétaire demeure très expansionniste dans ce pays, la Réserve fédérale ayant maintenu son taux directeur à 1,75 %. La progression de l'économie américaine devrait dépasser celle de la production potentielle et commencer à absorber les capacités excédentaires au second semestre de 2003, si, comme on le suppose, l'incidence des événements observés récemment sur les marchés financiers se dissipe. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen s'établirait à 2 1/2 % en 2002 et à 3 1/4 % en 2003, soit un peu moins que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril.

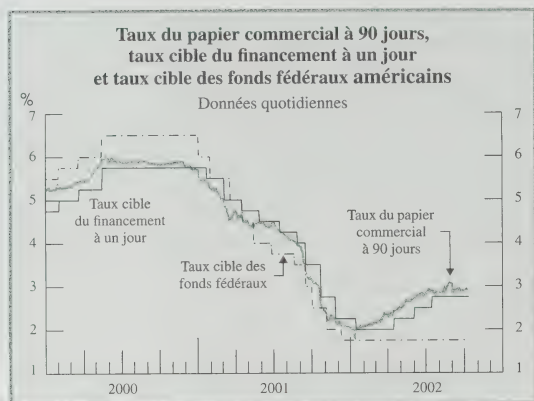
On s'attend toujours à ce que la reprise se poursuive dans les autres pays, quoique à un rythme plus lent. En Europe, le taux de croissance devrait se situer à 1 % en 2002 et à 2 1/2 % en 2003. Au Japon, par contre, on prévoit une contraction de 1 % pour 2002 et une progression de seulement 1/2 % pour 2003.

Les perspectives en matière d'inflation

À la faveur de l'expansion robuste que connaît l'économie canadienne depuis le début de l'année, l'écart entre la production effective et la production potentielle s'est rétréci.

Les estimations habituelles des capacités inutilisées portent à croire que cet écart avait pratiquement disparu à la fin de l'été. Cependant, plusieurs autres indicateurs font état de pressions moindres sur l'appareil de production. Tout bien considéré, la Banque est d'avis que la marge de capacités excédentaires qui existe actuellement au sein de l'économie est un peu plus élevée que ne le donnent à penser ses mesures habituelles de l'écart de production.

Selon les dernières projections de la Banque, qui tiennent compte d'une réduction de la détente monétaire opérée en temps opportun et avec mesure, l'économie canadienne continuera de tourner près des limites de sa capacité. Une légère offre



excédentaire subsistera à court terme, mais celle-ci devrait être résorbée lorsque la croissance de la production dépassera celle de la capacité de l'économie au second semestre de 2003. Mais comme l'on estime que l'écart de production demeurera faible, les estimations de la marge de capacités inutilisées devront être soigneusement réévaluées selon la tournure des événements.

Ce profil d'évolution de l'écart de production implique que les facteurs liés à la demande auront peu d'effets à la hausse ou à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. Toutefois, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence devraient s'accroître à court terme et demeurer supérieures aux prévisions antérieures pendant une bonne partie de 2003, sous l'effet conjugué des variations de prix relatifs indiquées précédemment.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence culmine à 3 % environ d'ici la fin de l'année. Mais, à mesure que l'influence des facteurs ponctuels s'estompera l'an prochain, et compte tenu de l'équilibre entre l'offre et la demande

globales, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

L'IPC global continuera de se ressentir des fluctuations des cours du pétrole brut. Si les tensions au Proche-Orient maintenaient ces derniers à quelque 30 \$ É.-U. le baril, il est probable que l'inflation mesurée par l'IPC global atteindrait un sommet de 4 % d'ici la fin de l'année. En 2003, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait fléchir pour se rapprocher de celui de l'indice de référence, mais le rythme de ce repli sera fonction de l'évolution des cours du pétrole.

Comme l'a montré l'expérience récente, les variations temporaires des cours du pétrole ont des retombées relativement faibles sur les prix des autres biens et des services. Ainsi, bien que le comportement à court terme des cours du pétrole puisse avoir une influence marquée sur l'évolution de l'IPC global, leurs fluctuations devraient avoir peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les risques pesant sur les perspectives

Deux risques devront être surveillés de près au cours des prochains mois. D'une part, l'évolution de la conjoncture internationale pourrait avoir sur l'activité au Canada un effet modérateur plus persistant qu'on ne le suppose. D'autre part, comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité et que l'on prévoit que le rythme d'accroissement des prix continuera d'augmenter pendant quelques mois, les tendances de l'inflation et les attentes relatives à cette dernière devront être suivies de près et comparées attentivement à la projection selon laquelle l'inflation reviendra à la cible de 2 % au second semestre de 2003.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

CA1
FN73
-MS6

Government
Publications



BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2003

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5093
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2003 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Charles Freedman,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay*

CONTENTS

1. Introduction	5
Why has total CPI inflation exceeded the target?	6
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	10
3. Financial Developments	14
Business and household credit conditions. .	14
Policy actions	17
Exchange rate and monetary conditions . .	18
4. The Outlook for Inflation	20
International background	20
Aggregate demand and supply in Canada . .	21
Measures of inflation expectations	22
Other factors affecting inflation	25
Implications of money growth for inflation . .	25
Inflation projection	27
5. Conclusions	28
Bibliography	29
Technical Boxes	
1. Interest Rates and the Cost of Household Debt	16
2. Rising Energy Prices: Implications for Economic Activity	23

We in Canada remain convinced of the merits of a monetary policy aimed at medium-term price stability; a fiscal policy aimed at reducing public debt-to-GDP ratios; trade liberalization; and structural reform. Canada's positive economic experience over the past couple of years, in the face of stressful times for the global economy, is strong evidence that this framework is the right one. In Canada, there is a determination to stick with these policies which, especially during these uncertain times, are demonstrating their value.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
18 March 2003

1. INTRODUCTION

The global economic outlook has been clouded by a high degree of uncertainty, accentuated most recently by the war in Iraq. This uncertainty has been an important factor in the recent marked volatility in world oil prices and financial markets. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and in its base-case scenario the Bank of Canada assumes that these uncertainties will continue to recede. As a result, confidence among businesses, households, and financial markets is expected to improve significantly by year-end. Nevertheless, global economic uncertainty remains important, especially in the near term. The Bank now projects that economic expansion in both the United States and Canada will begin to strengthen towards the end of this year and will be above the growth of potential output during 2004. The scope for above-potential growth is greater in the United States than in Canada because of the larger amount of excess capacity in the United States.

There is, however, a wide range of possible outcomes, both stronger and weaker, around this base-case view. The result will depend critically on the evolution of business and household confidence and global economic uncertainty. The Bank will, therefore, be paying close attention to these factors over the coming months. Nevertheless, most important in these times of uncertainty is the Bank's continued focus on taking the appropriate actions that, cumulatively, will return inflation to our 2 per cent target for inflation control.

This *Monetary Policy Report* examines the factors that are expected to return core inflation to 2 per cent by early next year.

The global economic outlook has been clouded by a high degree of uncertainty.

The Bank remains focused on taking the appropriate actions to return inflation to its 2 per cent target.

* * *

When it renewed the inflation-control target in May 2001, the Bank committed to explaining persistent deviations of inflation from the target. The box on the next page lays out the Bank's explanation of recent inflation developments.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 15 April 2003.

Why Has Total CPI Inflation Exceeded the Target?

Total CPI inflation moved up from 2.1 per cent in July 2002 to 4.6 per cent in February 2003 and has been outside the inflation-control target range since last October. When renewing the inflation-control target in May 2001,¹ the Bank made a commitment to explain any such persistent deviations from the target midpoint. When the influences on inflation over the past six months are examined, three factors stand out: a surge in energy prices, large increases in insurance premiums, and an economy that is operating close to its capacity limits.

With tighter global energy markets and the consequent escalation in the prices of crude oil and natural gas from the relatively low levels of late 2001 and early 2002, consumer prices for gasoline, heating oil, and natural gas have risen markedly in Canada since mid-2002. This resurgence is the main factor behind the increase in CPI inflation between July 2002 and February 2003. There has recently been a significant reversal in these prices, and futures prices for crude oil are indicating further declines over the next few months.

Insurance premiums, after having been stable for several years, have also soared since the end of 2001, reflecting marked increases in the value of claims and low returns on portfolio investments by the insurance industry in the last couple of years. By February 2003, premiums had risen 30 per cent for automobiles and 11 per cent for homes, relative to a year earlier. Because insurance premiums have a combined weight of almost 4 per cent in the CPI basket, such movements contributed significantly to the rise in CPI inflation between July 2002 and February 2003. Insurance premiums are included in the Bank's core inflation measure. While their rate of increase has been higher and more persistent than anticipated, the impact on the CPI is expected to abate during 2003.

Pressures on aggregate production capacity have also been more intense than expected. Following the 11 September terrorist attacks in the United States, the Bank lowered interest rates aggressively, dropping the overnight rate 200 basis points between September 2001 and January 2002. This dramatic action was taken to buttress confidence and to avoid a severe slowing of economic activity. Confidence was quickly restored, however, so the considerable monetary stimulus resulted in strong growth, particularly in the demand for interest-sensitive items. With the recovery emerging considerably sooner and stronger than expected, the Bank tightened the stance of monetary policy between April and July 2002. In the second half of 2002, external demand weakened, but domestic demand remained strong, and the level of overall economic activity remained close to capacity limits. Robust domestic demand was reflected in the firmness of some prices, particularly those for shelter, personal care services, and some recreational services. This environment led the Bank to resume tightening in March 2003.

This *Report* examines the factors that are expected to return inflation to the Bank's 2 per cent target by early 2004.

1. See Bank of Canada (2001, 7).

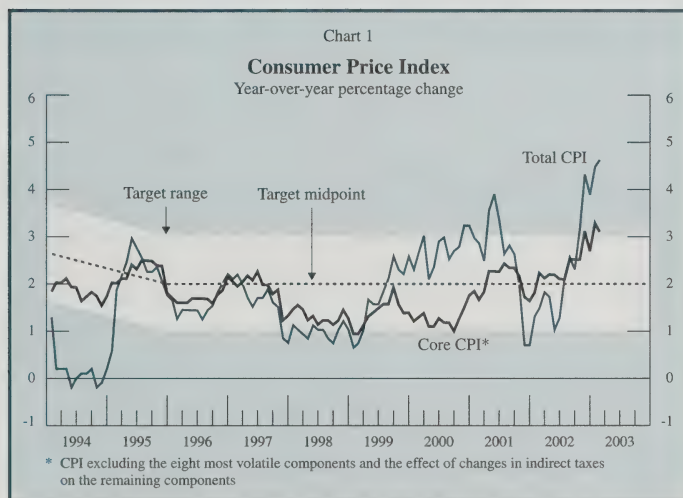
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Since November 2002, core CPI inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI has moved up markedly, chiefly because of a substantial surge in crude oil prices.

Inflation and the 2 per cent target

Core CPI inflation has been higher than projected at the time of the *October Report* (Chart 1).¹ Between August and October of 2002, the 12-month rate of increase in the core CPI was steady at 2.5 per cent. Since November, it has averaged just above 3 per cent and was 3.1 per cent in February. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also risen and in February were close to the core rate (Chart 2).

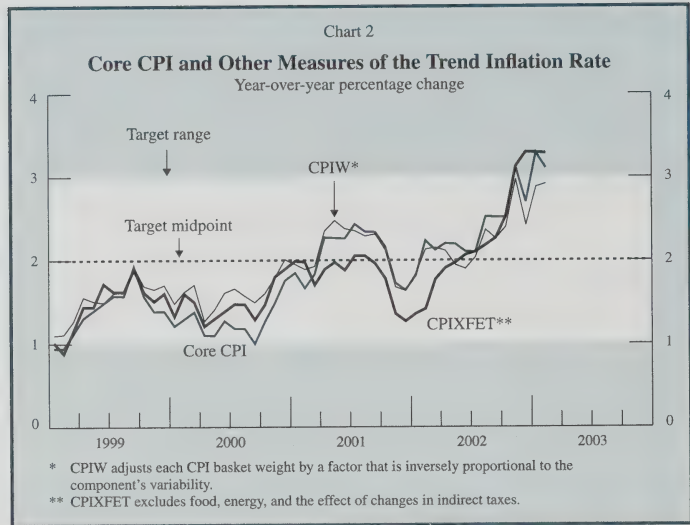
Since November 2002, core inflation has been well above the Bank's 2 per cent inflation-control target. . .



The unexpectedly marked increases in core inflation reflect a combination of one-off factors, higher costs for key inputs, and robust domestic demand.

Conspicuous among the one-off factors have been unusually large increases in the premiums for both automobile and home insurance, which have boosted inflation considerably, contributing

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



about 1.3 percentage points to the 12-month increase in core CPI in February. In a number of areas, higher prices for key inputs, such as energy and grains, are exerting upward pressure on the prices of final goods and services.

Most important for monetary policy are indications that strong domestic demand in some sectors is pressing up against production capacity. For example, these pressures have resulted in marked increases in the prices of shelter and some services. The judgment that the economy is operating close to capacity is supported by the fact that even measures of core prices that strip out insurance premiums are rising at a rate of about 2 per cent.²

The echo effect of the temporary discounting in the wake of 11 September 2001 is no longer influencing core CPI inflation. While the echo effect did push up the 12-month rate of core CPI inflation in the fourth quarter of 2002, its influence had dissipated by February. The return to regulated pricing of electricity in Ontario has stabilized the cost to consumers, although the introduction of rebates lowered consumer costs in the month they were delivered.³

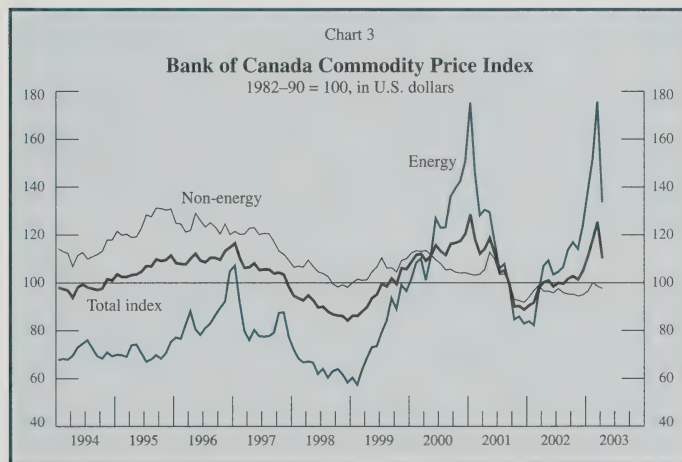
2. The sudden rise in insurance premiums follows several years of exceptionally high returns on portfolio investments that helped cover rising claims and kept insurance premiums down. Had returns been lower, premiums would most likely have risen earlier, and core inflation would have been correspondingly higher in that period. This would also have meant that core inflation today would have been lower, but not as low as the measures that completely strip out these premiums. This is another way of adjusting for the rise in insurance premiums in order to gauge underlying inflation.

3. Electricity prices in Ontario are expected to decline in the second quarter because of a second rebate. This may cause a temporary drop in core inflation.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 4.6 per cent in February, up two full percentage points since August. This sharp jump relative to the core rate was mainly caused by substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil. Ongoing fears of supply disruptions in the Middle East, in addition to the recent disruption of oil exports from Venezuela and the resulting drop in U.S. oil stocks, had contributed to a further marked rise in crude oil prices up to mid-March. With the easing of the threat of long-lasting disruptions to Iraqi oil production, crude oil prices have subsequently fallen back. The rise in natural gas prices at the consumer level, reflecting both higher transportation charges and stronger demand because of unusually cold weather in North America, also contributed to the recent jump in total CPI inflation.

Prices of non-energy commodities have also risen, on balance, since last autumn (Chart 3). The strength of demand in China helped raise the prices of base metals, while both livestock and pulp prices have recovered in the face of reduced supplies. The recent decrease in the value of the U.S. dollar against most other major currencies has also contributed to the rise in the U.S.-dollar price of commodities.⁴

... and the rate of increase in the total CPI has moved up considerably relative to the core rate.



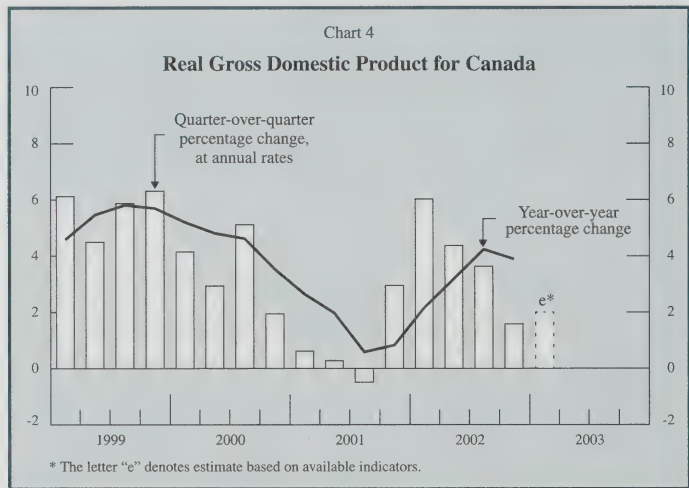
4. Commodities are generally priced in U.S. dollars. Thus, a depreciation of the U.S. dollar lowers the price of commodities in other currencies. This stimulates demand, putting upward pressure on their U.S.-dollar price.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Canada's economic growth slowed to a rate somewhat below the Bank's estimate of potential growth of 3 per cent in the second half of 2002.

In the second half of 2002 and early 2003, Canada's economic growth eased from its earlier vigorous pace. Real GDP, after increasing at an annual rate of 5.2 per cent in the first half of 2002, grew at a rate of 2.6 per cent in the second half, somewhat below the Bank's estimate of the growth of production capacity of 3 per cent (Chart 4). Current indicators of spending and employment suggest that real GDP rose at a pace of around two per cent in the first quarter of 2003.

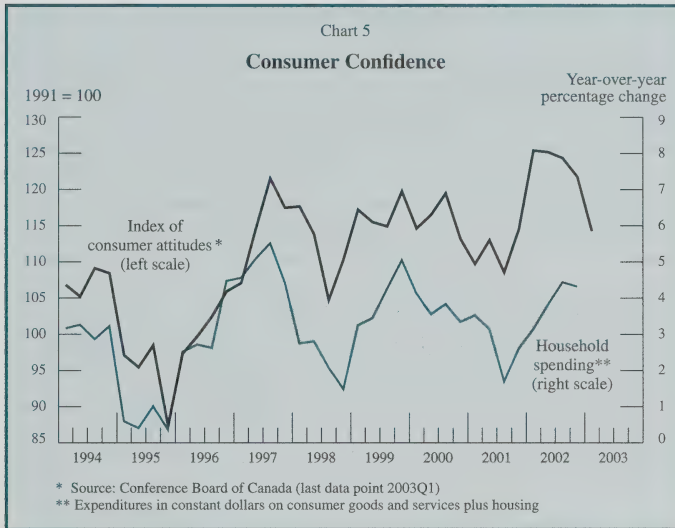


Towards the end of 2002, Canada's exports fell back, after registering strong gains earlier in the year.

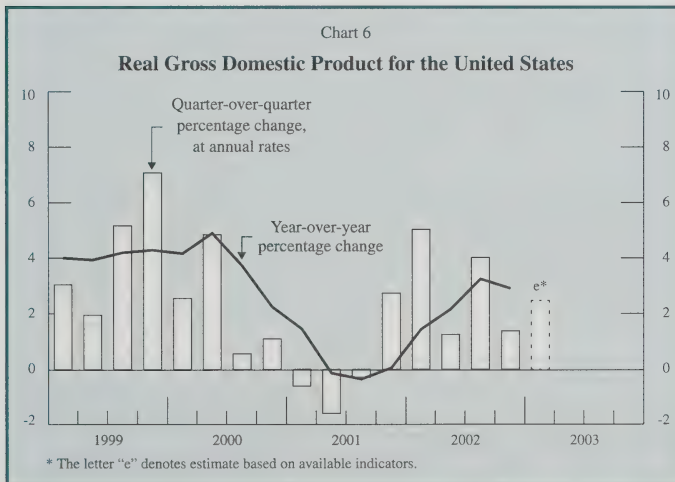
At the same time, household spending continued to rise strongly in the second half of 2002.

After making significant gains in the first three quarters of 2002, Canada's exports fell back in the fourth quarter and in early 2003 as the rate of economic expansion in the United States slowed. In the second half of 2002, the contribution of inventory accumulation to real GDP growth diminished appreciably, while increased uncertainty about the economic outlook led to modest cutbacks in capital spending by firms towards year-end. At the same time, the significant monetary stimulus provided by low interest rates, together with substantial gains in employment and real incomes, contributed to further strong growth in household spending in the second half of 2002 and in the first quarter of 2003 (Chart 5).

Demand in the overseas economies and in the United States has turned out somewhat weaker than anticipated. The marked slowing in the U.S. economy in the fourth quarter of last year,



following a robust third quarter, was caused by weaker growth in household spending and a sharp deterioration in the trade balance (Chart 6). However, total business fixed investment rose during the fourth quarter for the first time in two years and is likely to have risen further in the first quarter of this year. In addition, despite higher oil prices, deteriorating consumer confidence, and inclement weather in February in the northeast region, U.S. consumption growth is believed to have firmed somewhat in the first quarter of 2003.



Estimated pressures on capacity

The level of economic activity in Canada has remained near capacity since early 2002.

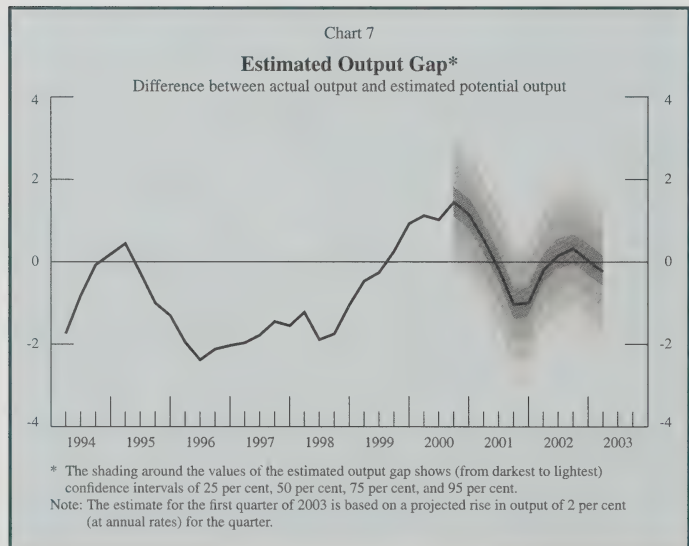
Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the economy is operating very close to full production capacity (Chart 7).

Several other indicators are consistent with this assessment. These include Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector, profits as a share of GDP, and the proportion of firms reporting shortages of labour in the survey conducted by the Bank's regional offices.

Capacity pressures have continued to be particularly evident in the housing market. Since early 2002, a low vacancy rate in residential accommodation has resulted in relatively high rates of increase in the prices of both new and existing homes.

At the same time, some labour market indicators suggest that there may be somewhat more slack than the conventional measure of the output gap would imply. In particular, the considerable rise in employment since the beginning of 2002 was met largely through an increase in labour supply. This is evidenced by a marked rise in the participation rate and an absence of upward pressure on wage increases.

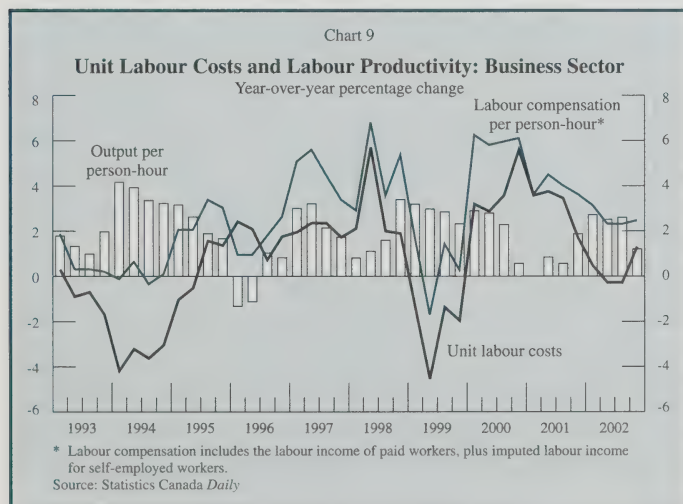
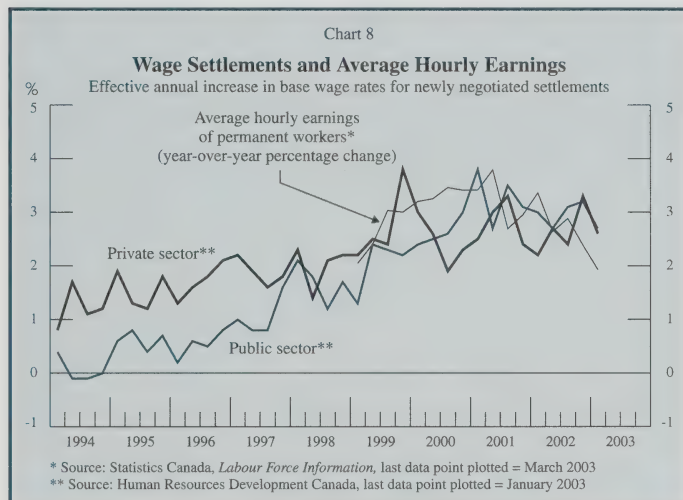
Overall, the above evidence, together with the higher-than-expected rates of inflation, suggests that the economy is currently operating somewhat closer to its production capacity than the Bank believed to be the case at the time of the *October Report*. Moreover, it is the Bank's view that the level of economic activity has been close to capacity since early 2002.



Cost control

Based on both the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector, the underlying rate of increase in average labour compensation seems to have eased by late 2002 to a range of 2.0 to 2.5 per cent (Charts 8 and 9). However, with a slowing in productivity growth during 2002, the year-over-year rate of increase in unit labour costs in the business sector picked up in the fourth quarter to around 1.5 per cent (Chart 9).

With reduced growth in labour productivity, the rate of increase in unit labour costs picked up to around 1.5 per cent at year-end.

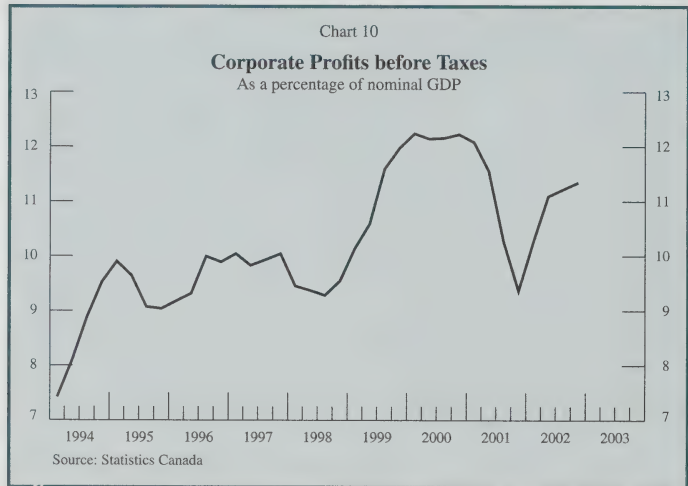


3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Business and household credit conditions

Growth in the demand for total non-financial business credit has been slow...

The combination of healthy corporate profits (Chart 10) and some delay by businesses in carrying out their investment plans in the face of economic and geopolitical uncertainty has resulted in very slow growth in the demand for total non-financial business credit over the past few months (Chart 11). While longer-term credit, buoyed by the issuance of income trusts, has expanded at a moderate pace, short-term business credit has continued to decline. And banks remain cautious in their lending to riskier firms.

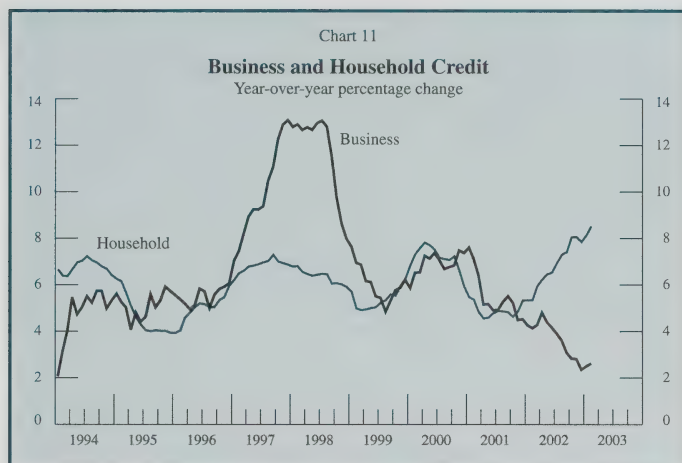


Most spreads between the yields on corporate bonds and government bonds have narrowed since the peak reached last October, although some have recently widened again owing to a number of industry-specific concerns (Chart 12). Nonetheless, spreads are still high compared with their historical averages, especially for non-investment-grade issuers.

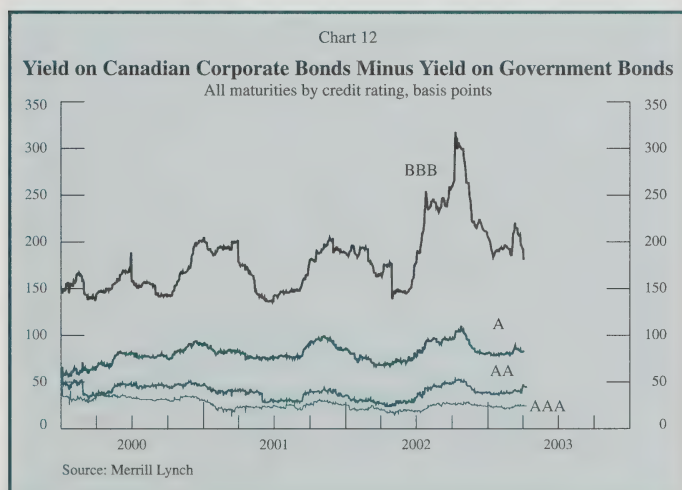
Stock prices have picked up from the lows reached in October 2002 but remain sensitive to geopolitical developments. Equity market volatility rose in March, but has declined more recently. Weak equity issuance suggests a lack of investor enthusiasm for new stock issues and a difficult environment for riskier borrowers.

... while growth in household credit remains at a high level.

In sharp contrast to business credit, growth in household credit remains at a high level, supported by low interest rates and strong employment growth. Although Canadian households are



accumulating debt, their financial situation remains sound and is not acting as a drag on their consumption. Higher debt levels have been partly matched by higher income levels, and with interest rates at very low levels, the debt-service ratio remains low by historical standards. It thus appears that, while higher interest rates would dampen consumption, the effect would not be significantly magnified by the size or composition of household debt (Technical Box 1). Moreover, gains in house prices continue to offset the capital losses from the stock market, contributing to healthy household balance sheets.



Technical Box 1

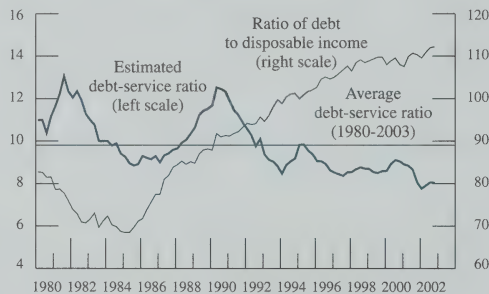
Interest Rates and the Cost of Household Debt

The growth of household debt has accelerated in the last year, partly reflecting the consumer response to sustained low interest rates. Since the mid-1990s, consumer debt (i.e., non-mortgage debt) has grown rapidly, particularly variable-rate lines of credit, which have become increasingly popular. In fact, consumer debt now accounts for 31 per cent of household debt, compared with 25 per cent in 1994. Very low short-term interest rates have also permitted lenders to market variable-rate mortgages more aggressively and have made those mortgages more popular among households.

Growing debt loads and the trend towards variable-rate vehicles have raised the question of whether an increase in interest rates would affect the household sector to a greater degree and more rapidly than in the past. One factor lessening the impact on interest outlays, however, is that variable-rate mortgages tend to cap households' debt-service payments, with changes in interest rates affecting mainly the rate at which principal is repaid. In addition, a significant fraction of household debt continues to be contracted at interest rates that are fixed for 3- to 5-year terms.

One measure of the cost of household indebtedness is the share of disposable income required to make interest payments on existing debt. Higher debt-service costs arising from higher interest rates would tend to divert income from consumer spending and reduce the access of some households to credit.

Personal Debt Burden



Source: Statistics Canada, Bank of Canada calculations

The estimated debt-service ratio is currently at historically low levels because the impact of the increased household debt has been more than offset by the combination of higher incomes and lower interest rates. (See chart.) This is partly because low interest rates on longer-maturity, fixed-rate debt have reduced the costs of new mortgages and renewals. In addition, with short-term rates well below long-term rates, the increased use of variable-rate debt has tended to further reduce the debt-service burden. Alternative measures of the debt-service ratio that include principal repayments (based on assumptions about the average term of household debt) have been flat in recent years and are also well below the peaks reached in the early 1990s.

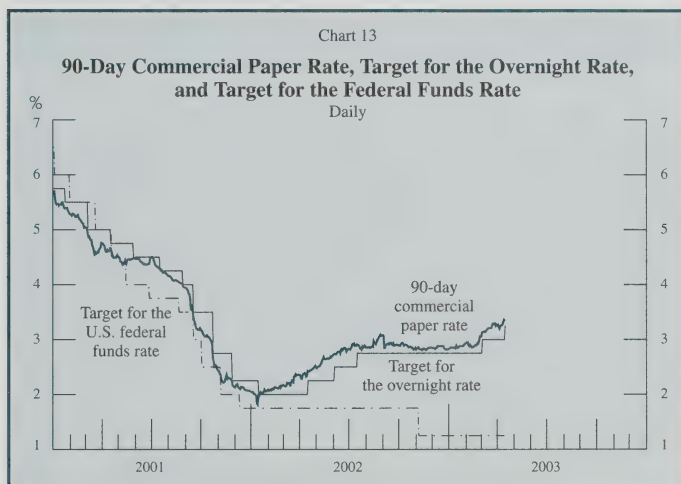
The greater importance of variable-rate debt has likely increased the potential impact of short-term interest rates on consumer spending. Nonetheless, higher interest rates would lead neither to a pronounced deterioration in the creditworthiness of households, given the current low level of the debt-service ratio, nor to sharply reduced cash flow. Hence, they would not likely result in unusually large cuts in household expenditures.

Policy actions

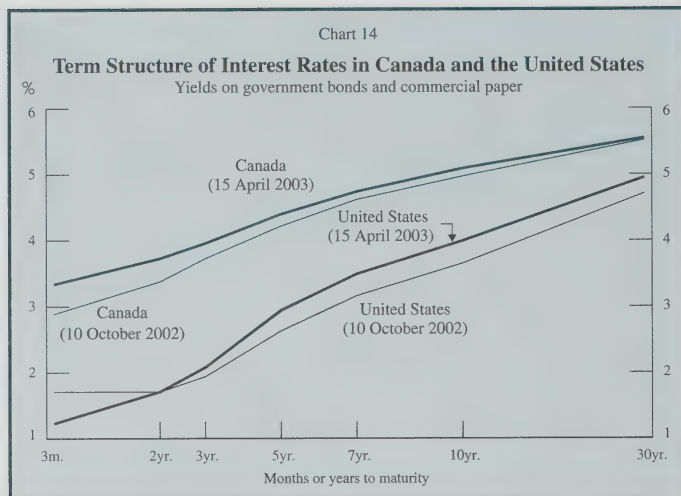
On the October and December 2002 announcement dates, the Bank decided to keep its key interest rate unchanged, in light of the weakening global economic situation and the economic, financial, and geopolitical uncertainties. Although the policy rate also remained unchanged in January, the Bank drew attention in the press release to its view that the greater-than-anticipated increases in core and total CPI indicated that the economy might be operating closer to its production capacity than previously believed. On both the March and April announcement dates, the Bank raised its target for the overnight rate by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent. These decisions were taken against the backdrop of persistently high inflation rates, the expectation that Canadian economic activity would remain near potential, and the stimulative stance of monetary policy (Chart 13).

Developments in the target for the overnight rate since the October Report:

- Oct. 16 — no change
- Dec. 3 — no change
- Jan. 21 — no change
- Mar. 4 — up 25 basis points to 3.00 per cent
- Apr. 15 — up 25 basis points to 3.25 per cent



The yield curve in Canada has continued to flatten since October (Chart 14). Short-term market interest rates have moved higher, reflecting not only higher current policy rates, but also market expectations of further increases. Medium- and longer-term rates, on the other hand, have remained relatively stable. In contrast, the yield curve in the United States has steepened, with the decline in U.S. short-term interest rates reflecting market expectations of lower policy rates in the near future.



Exchange rate and monetary conditions

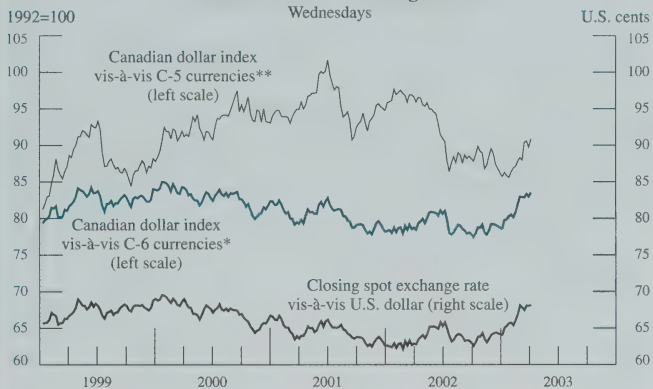
The Canadian dollar has recently been trading above 68 cents U.S., reaching a three-year high (Chart 15). Fundamental factors supporting the Canadian dollar against the U.S. dollar include a resilient domestic economy, favourable interest rate differentials, and firm commodity prices. Since the *October Report*, the Canadian dollar has appreciated by 8.2 per cent, on average, against the currencies of its major trading partners. Over this period, the U.S. dollar has weakened significantly against other major currencies, most notably the euro and the Swiss franc. These currencies benefited from safe-haven flows in the prevailing uncertain environment.

The Bank's monetary conditions index has risen sharply since the *October Report*, owing to the rise in the target for the overnight rate and the appreciation of the Canadian dollar (Chart 16).

Chart 15

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



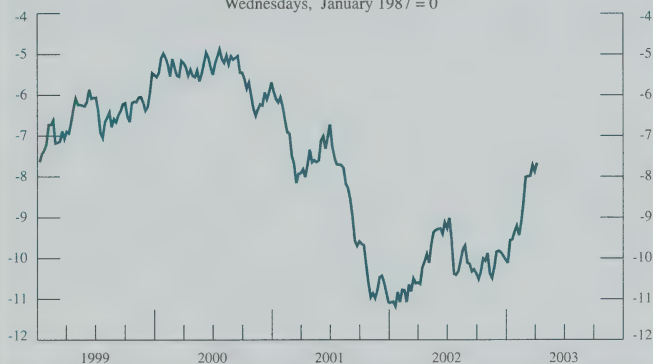
* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc

** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

Chart 16

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0



4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

Near-term global economic growth is likely to be subdued, but the risks are better balanced.

The global economy continues to expand, but at a slower pace than projected in the *October Report* and the *January Update*. Given that economic uncertainty remains an important factor, global economic growth over the near term will likely remain subdued. But with geopolitical uncertainty lessening, world oil prices down significantly, and financial conditions improving, the risks confronting the global economy are better balanced. Looking further out, the Bank expects a more robust economic environment, particularly in the United States.

U.S. economic growth is now projected to increase at a rate below that country's growth potential in the first three quarters of the year. As confidence levels improve, however, the stimulative stance of monetary policy, together with tax cuts and increased defence spending, should support an expansion to a rate above the economy's growth potential towards the end of the year and through 2004. Both consumer spending and business expenditures on capital equipment are expected to strengthen over this projection horizon. On an average annual basis, real GDP should thus increase by about 2 1/2 per cent in 2003. This is less than was projected in the *October Report* and the last *Update*. The Bank believes that U.S. economic activity will pick up to a rate of about 4 per cent in 2004.

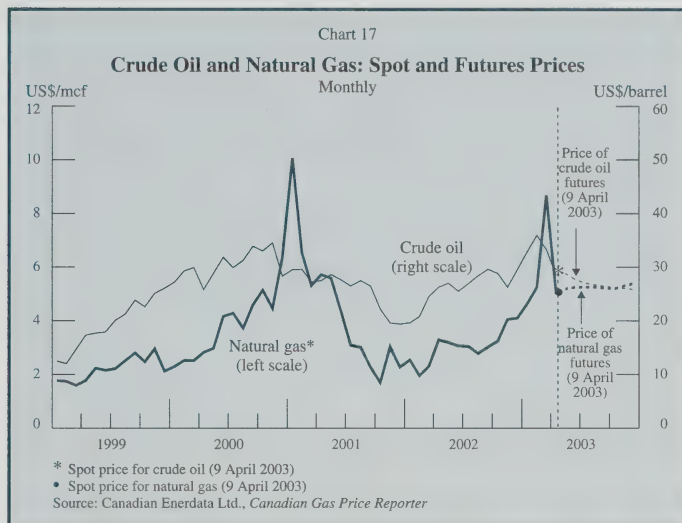
U.S. GDP growth is expected to pick up to a rate of about 4 per cent in 2004.

A similar rebound in the pace of expansion is less certain in other industrialized countries, where there are signs of persistently weak growth in domestic demand. In the euro area, economic growth is expected to be about 1 per cent, on an average annual basis, in 2003 (weaker than our October projection) and to rise to about 2 1/4 per cent in 2004. In Japan, ongoing structural difficulties will continue to weigh on economic growth for some time, with a modest expansion of about 1/2 per cent expected in 2003 and growth of close to 1 per cent foreseen in 2004.

With weaker global demand, prospects for several emerging-market economies have deteriorated. In Asia, growth is expected to remain comparatively robust, although the possible spread of Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) increases the uncertainty surrounding this projection. The outlook for Latin America remains clouded.

The expected pickup in global economic growth should lead to further gains in the U.S.-dollar price of non-energy commodities during 2004. With crude oil prices having fallen markedly since mid-March, the Bank's base-case scenario assumes that the price

of West Texas Intermediate (WTI) crude oil will average about US\$28 per barrel in the second quarter of 2003, and will ease after mid-year. Natural gas prices are likely to remain near their current high levels over the remainder of 2003. These assumptions are broadly consistent with current market expectations (Chart 17).



Aggregate demand and supply in Canada

While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm with continued employment gains. Given the underlying strength of domestic demand and with the expected pickup in U.S. economic activity towards year-end, the Bank continues to see the need for further removal of monetary stimulus over time to return inflation to its 2 per cent target and to maintain output levels close to capacity.

Economic growth in Canada is now expected to average near 2 1/2 per cent over the first three quarters of 2003. The recent climate of uncertainty has led many businesses to delay decisions to invest in fixed capital, and the effects will be felt over the coming months. Inventory accumulation is also likely to ease, since some of the recent inventory buildup appears to have been unintended. The growth in household expenditures is also expected to decrease from the strong pace registered in 2002. While continued U.S. economic growth, albeit moderate, in the first three quarters of 2003 should underpin the demand for exports, the higher level of the Canadian dollar will have a dampening effect. Spending on

While indicators point to a weaker near-term global economic outlook, domestic demand in Canada has remained firm.

goods and services by all levels of government is expected to rise solidly during this period.

The growth of aggregate demand in Canada should begin to strengthen appreciably towards year-end and through 2004. The anticipated pickup in the U.S. economy is expected to boost Canadian exports. With the assumed recovery in confidence and further improvement in financial conditions, investment spending should also pick up. Moreover, conventional drilling by the oil and natural gas sector is likely to increase considerably during 2003, reflecting the high prices of crude oil and natural gas (Technical Box 2). Household spending is also projected to grow at a healthy rate, although the pace of expansion will be moderated somewhat by the withdrawal of monetary stimulus.

Economic growth in 2003 is expected to average about 2 1/2 per cent. This projection is lower than that in the January *Update* and than the average private sector consensus forecast for 2003. It is also below the projection in the October *Report*, largely because of weaker growth prospects in 2003 for the United States and overseas economies.

During 2004, with strengthening demand, Canada's economy is projected to grow somewhat above the economy's 3 per cent growth potential. In terms of the level of economic activity, this scenario implies that by the end of 2004 most of the small amount of slack that is likely to open up over the first two or three quarters of this year will have closed. On an annual average basis, this would mean growth of around 3 per cent, below the latest private sector consensus forecast.

Measures of inflation expectations

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's spring *Index of Business Confidence*, 53 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of over 2 per cent. This proportion is up from 25 per cent last autumn (Chart 18). The survey of firms conducted by the Bank's regional offices indicates that 83 per cent of the businesses surveyed were expecting inflation over the next two years to be above the Bank's 2 per cent target, compared with 66 per cent of businesses surveyed last September. And the average private sector consensus forecast for the rate of increase in the total CPI in 2003 is 3 per cent, compared with 2.4 per cent last October. These near-term inflation expectations have undoubtedly been influenced by recent increases in energy prices at the consumer level.

While near-term inflation expectations have risen, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has remained

Growth in 2003 is expected to average about 2 1/2 per cent . . .

. . . and to be somewhat above the economy's production potential during 2004.

Measures of near-term inflation expectations have edged up.

Technical Box 2

Rising Energy Prices: Implications for Economic Activity

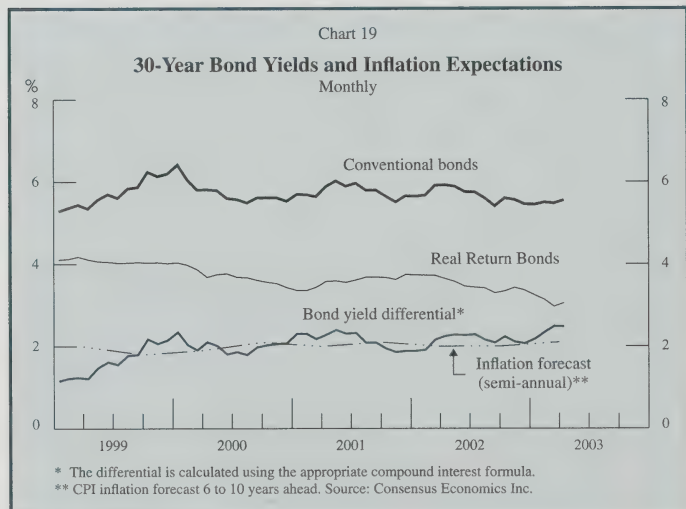
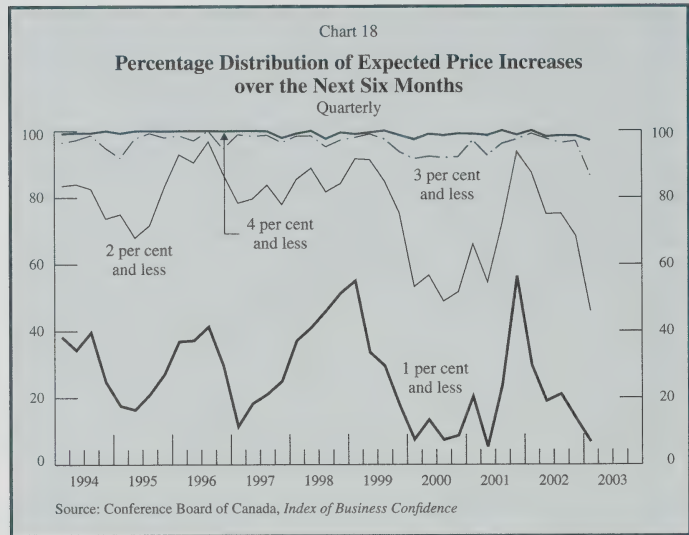
Large movements in energy prices affect economic activity through various channels (Stuber 2001). First, they redistribute real income between energy-importing countries (such as the United States) and energy-exporting countries (such as Canada). Because of the marked increase in Canada's net trade surplus in energy goods relative to GDP, our exposure to gains and losses in real income through fluctuating energy prices has risen since the early 1980s (a "real-income" or "terms-of-trade" effect). Moreover, if energy producers expect higher prices to be long-lasting, they would be more likely to raise their own investment expenditures. Higher energy prices also raise the operating costs of Canadian businesses and reduce the real incomes of households, while transferring income to energy producers. On balance, the short-run impact on Canadian aggregate economic activity of this "income-reallocation" might well be negative if energy producers raise their investment spending more gradually than other firms and households reduce their expenditures. Since most of Canada's important trading partners are net importers of energy, substantially higher energy prices could be expected to reduce the demand for Canada's exports to these countries (a "foreign-demand" effect). Finally, a large and persistent rise in energy prices could lead to a substantial increase in uncertainty, especially if the price rise was not simply a rebound from an earlier price decline. Firms and households would be less sure about the long-term costs of energy-intensive equipment and about the near-term outlook for the economy as a whole. They would therefore be inclined to postpone some capital spending and purchases of big-ticket consumer items.

Large increases in world energy prices have tended to have a significant dampening effect on the pace of global economic expansion, especially since the 1970s. However, this impact is likely to be smaller than that arising from the price shocks of the 1970s and early 1980s, largely because the intensity of energy use in industrial economies has declined markedly since that time.

If the price of West Texas Intermediate crude oil remained near US\$28 per barrel for the rest of 2003, this would represent an increase of about 7 per cent (US\$2 per barrel) from the average level in 2002. Similarly, if natural gas prices settled at a level of about US\$5 per mcf for the rest of the year, this would imply a rise of close to 65 per cent from the 2002 level. Such price increases could raise Canada's real income by just over 1 per cent. On the other hand, estimates published by the IMF and the OECD suggest that such a shock to energy commodity prices could reduce real GDP in the United States by about 0.1 per cent after one year. The combined impact on Canada's real GDP of the real-income and foreign-demand effects of such a rise in energy prices could be a very small increase of about 0.3 per cent, although there would be a wide band of uncertainty around such an estimate.¹

1. For more details on how the effect of an energy-price shock on Canada's real GDP is estimated, see Stuber (2001). The above estimate does not take into account the short-run impact on economic activity arising from higher uncertainty.

close to 2 per cent. Typical forecasts of longer-term inflation similarly continue to be centred tightly around 2 per cent. On the other hand, the yield differential between 30-year conventional and Real Return bonds has crept up close to 2.5 per cent (Chart 19). Liquidity and technical factors are, however, making this spread difficult to interpret.



Other factors affecting inflation

The one-off factors that have recently pushed core inflation up to around 3 per cent will likely continue to hold the core rate up over the near term. However, the combined effect of these factors is expected to have largely run its course by early 2004.

The impact on the core rate of recent hikes in insurance premiums is expected to persist through mid-2003, before gradually diminishing into early 2004. The effects of last year's drought in western Canada and elsewhere are expected to put further upward pressure on the prices of some food components in the core CPI through most of 2003.

There is some risk of a pass-through of the recent substantial increases in energy costs to the prices of other goods and services. Recent experience suggests, however, that this pass-through effect is likely to be relatively small.

Similarly, the effect on core inflation of the recent appreciation of the Canadian dollar is likely to be small, since the pass-through from the exchange rate to this index has been modest throughout the past decade. The effect of the exchange rate movement on total CPI will be somewhat larger than on core CPI, reflecting the different baskets of goods and services included.

Wage increases are expected to rise slightly through 2004. For example, the Bank's latest survey of businesses shows that a greater percentage of firms expect larger wage increases over the next 12 months than anticipate smaller wage gains. Labour productivity growth is expected to be near 2 per cent over the next two years, with growth in unit labour costs edging up towards 2 per cent through 2004.

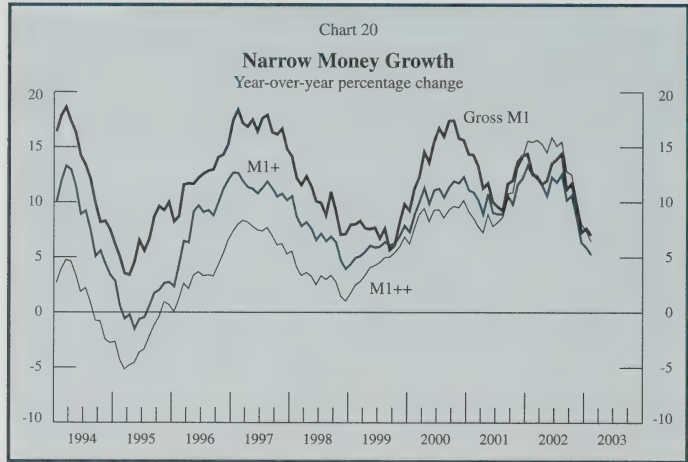
A number of one-off factors will continue to hold core inflation up over the near term.

Wage gains are expected to rise slightly through 2004.

Implications of money growth for inflation

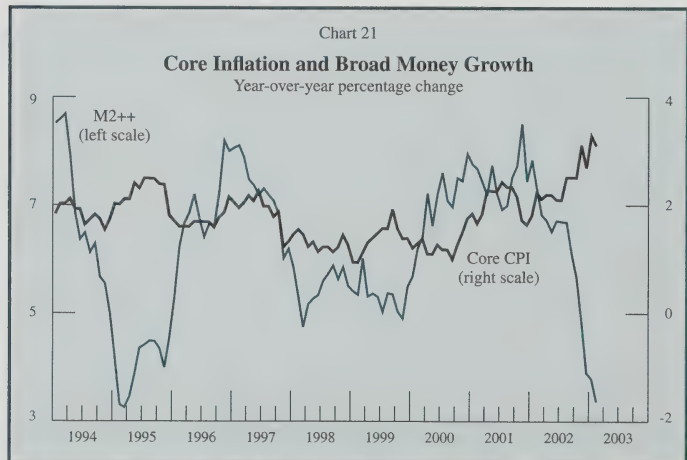
During most of the second half of 2002 and early 2003, growth in the narrow monetary aggregates—gross M1, M1+, M1++—has been slowing from its earlier very strong pace (Chart 20). The accumulation of precautionary balances by both households and firms that occurred earlier at a time of sharp declines in equity prices, increasing financial turbulence, and rising geopolitical uncertainty appears to have stopped. Nevertheless, households and firms continue to hold high levels of money balances.

Households have been readjusting their portfolios to a significant extent in the last few months. There have been outflows from equity mutual funds since June 2002, owing in part to a shift by households from such funds towards fixed-term deposits and fixed-income mutual funds. There has also been an increased demand for real assets, as evidenced by the strength of the



housing market over the last year. The weakening of the narrow aggregates and of a number of components of M2++ has contributed to a pronounced decline in the growth rate of M2++ (Chart 21).

The sharp deceleration in the monetary aggregates in recent months does not present a significant risk to the inflation outlook. The growth rate of narrow money is still above the rate consistent with 2 per cent inflation, and households continue to hold unusually high levels of precautionary balances. Thus, continuing slow money growth would be consistent with inflation returning to its 2 per cent target for inflation control.



Inflation projection

The core rate of inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003, largely because of the persistence of the one-off factors described earlier. But the combined effect of these factors should decrease significantly after that and will likely have largely run its course by early 2004.

With the balance of aggregate demand and supply likely to be a source of slight downward pressure on inflation over the projection horizon, and given that the effect of one-off factors is expected to diminish after mid-2003, core inflation is projected to move down to about 2 1/2 per cent in the second half of 2003 and to about 2 per cent by early 2004. It should remain there over the rest of next year (Table 1).⁵

Although core inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003 as a result of a number of one-off factors . . .

. . . it should move back to 2 per cent in early 2004 and remain there through to the end of the year.

Table 1
Projections for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003				2004		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Second half
Core inflation	3.1	2.9	2.5	2.4	2.0	2.0	2.0
Total CPI	4.5	3.7	2.8	2.4	1.2	1.5	1.8
Assumptions for the Price of WTI Crude Oil (US\$ per barrel)							
Base-case scenario	34	28	27	25	25	25	25

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be heavily influenced by developments in markets for crude oil (Chart 17). If oil prices were to average about US\$28 per barrel in coming months, total CPI inflation would be expected to ease to around 3 3/4 per cent in the second quarter. If crude oil prices were then to settle down at about US\$25 per barrel, broadly consistent with futures prices, total CPI inflation would likely fall temporarily below the core rate in the first half of next year, before steadyying out at a rate close to core inflation.

The projection for total CPI inflation depends importantly on the outlook for oil prices.

5. Both core and total CPI inflation are expected to jump temporarily in December 2003 as a result of an echo effect associated with the first rebate on Ontario electricity prices in December 2002.

5. CONCLUSIONS

Since the Bank's last *Monetary Policy Report*, both core and total CPI inflation have been well above the 2 per cent inflation target. While one-off factors, particularly higher insurance premiums, and increased costs for some key product inputs have contributed importantly to high inflation, price pressures arising from strong domestic demand have also been at play. Indeed, although external demand for Canadian products has weakened, our economy has continued to operate close to full production capacity because of strong domestic demand. In this environment, inflation expectations have edged up.

In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank raised its target overnight rate on each of its last two policy announcement dates by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent.

Economic, financial, and geopolitical uncertainty has also figured prominently in the global economic picture over the past six months. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and the Bank expects that it will continue to recede. Global economic uncertainty remains important, however, especially over the near term.

Overall, the risks confronting the world economy now appear to be better balanced compared with last autumn, and by year-end, business and household confidence levels should be much higher. Thus, while global economic uncertainty will likely continue to dampen growth over the near term, activity should begin to strengthen towards the end of this year and through 2004, particularly in North America.

Given the underlying momentum of domestic demand, and an expectation that external demand for Canadian products will strengthen as uncertainties recede and confidence improves, the Bank continues to believe that further reductions in monetary stimulus will be necessary over time to return inflation to its 2 per cent target and to sustain output levels close to capacity. The timing and pace of further increases in policy interest rates will depend on the strength of domestic demand, the evolution of inflation expectations, and the pace of economic expansion in the United States and in overseas economies.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Conference Board of Canada. 2003. *Index of Business Confidence* (Spring).
- Consensus Economics Inc. 2003. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.
- Stuber, G. 2001. "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 3–14.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Conférence Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).

Consensus Economics Inc. (2003). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Stuber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
 adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

5. CONCLUSIONS

Depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire*, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence ont été de beaucoup supérieures à la cible de 2 % que poursuit la Banque. Si les taux d'inflation élevés tiennent en grande partie à des facteurs ponctuels, notamment la montée des primes d'assurance, et au renchérissement de certains intrants clés, les pressions que la demande intérieure a exercées sur les prix y ont aussi fortement contribué. La robustesse de cette dernière a en effet permis à l'économie de notre pays de continuer à tourner près des limites de sa capacité malgré l'affaiblissement de la demande extérieure de produits canadiens. Dans ce contexte, les attentes d'inflation se sont aussi accentuées.

Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la force sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base à chacune de ses deux dernières dates d'annonce préétablies, portant ainsi ce dernier à 3,25 %.

La grande incertitude économique, financière et géopolitique observée à l'échelle de la planète a été un autre trait dominant des six mois qui viennent de s'écouler. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont dissipées en partie ces derniers temps, et la Banque prévoit qu'elles s'estomperont davantage. Le climat économique mondial demeure toutefois considérablement incertain, en particulier à court terme.

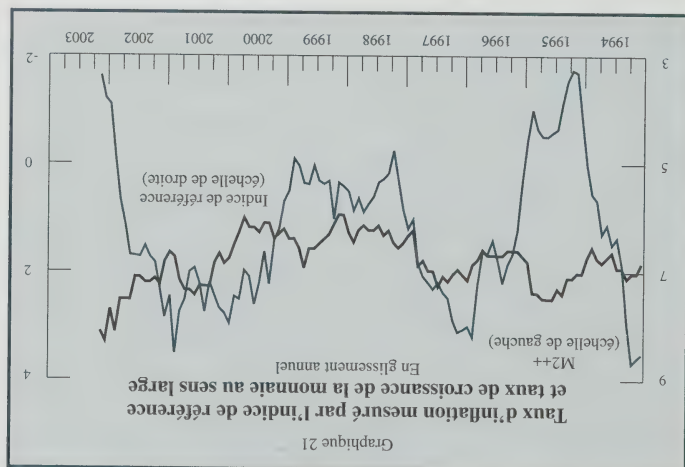
Dans l'ensemble, les risques auxquels fait face l'économie mondiale semblent mieux équilibrés maintenant que ce n'était le cas l'autome dernier, en outre, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait s'être sensiblement redressée d'ici la fin de l'année. Par conséquent, même si l'incertitude planant sur l'économie mondiale continuera vraisemblablement de limiter la croissance dans le proche avenir, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, particulièrement en Amérique du Nord.

Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure au Canada et du raffermissement que devrait connaître la demande extérieure de produits canadiens à mesure que l'incertitude se dissipera et que la confiance se rétablira, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité. Le moment et l'ampleur des nouveaux relèvements du taux directeur dépendront de la robustesse de la demande intérieure, de l'évolution des attentes d'inflation ainsi que du rythme de l'expansion économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.

L'évolution du taux d'accroissement de l'IPC global dépend dans une large mesure de celle des cours du pétrole brut.

L'évolution sur douze mois du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure des cours du pétrole brut (Graphique 17). Si ces derniers devaient se situer en moyenne aux alentours de 28 \$ E.-U. le baril dans les prochains mois, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à 3 3/4 % approximativement au second trimestre. S'ils devaient s'établir ensuite aux environs de 25 \$ E.-U. le baril, ce qui est conforme en gros aux prix des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber provisoirement en deçà de celui de l'indice de référence au premier semestre de 2004, puis se stabiliser à un niveau proche de celui-ci.

Tableau 1 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres									
2003					2004				
1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	Indice de référence		
							IPC global		
3,1	2,9	2,5	2,4	2,4	1,2	1,5	2,0	1,8	
4,5	3,7	2,8	2,4	2,4	1,2	1,5	2,0	1,8	
Hypothèses relatives aux cours du pétrole brut (West Texas Intermediate) (en \$ E.-U. le baril)									
28					25				
27					25				
34					25				
Scénario de base					25				



Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003, principalement en raison de la persistance des facteurs ponctuels décrits précédemment. Toutefois, l'incidence combinée de ces derniers devrait décroître de façon sensible par la suite et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004.

Puisque, d'une part, l'écart entre l'offre et la demande devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période considérée, et que, d'autre part, l'effet des facteurs ponctuels devrait s'atténuer à partir du milieu de cette année, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second semestre et avoisine les 2 % dès le début de 2004, niveau autour duquel elle devrait demeurer pendant le reste de l'année (Tableau 1).

Même si on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne autour de 3 % jusqu'au milieu de 2003 sous l'effet de certains facteurs ponctuels... celle-ci devrait redescendre à 2 % au début de 2004 et demeurer à ce niveau jusqu'à la fin de l'année.

5. On s'attend à ce que les premiers remboursements sur les factures d'électricité accordés en Ontario en décembre 2002 se traduisent, douze mois plus tard, par une hausse passagère du taux d'accroissement de l'indice de référence et de celui de l'IPC global.

marqué des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et aux inquiétudes géopolitiques croissantes. Néanmoins, des encaisses importantes continuent d'être détenues par les entreprises et les ménages.



Ces derniers ont fortement remanié leurs portefeuilles au cours des derniers mois. Ainsi, les fonds communs d'actions enregistrèrent des sorties de capitaux depuis juin 2002, en partie du fait que les ménages les ont délaissés au profit des dépôts à terme fixe et des fonds à revenu fixe. Mais les actifs réels ont aussi gagné en faveur, comme en témoigne la vigueur du marché du logement observée au cours de la dernière année. Le ralentissement de l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit et d'un certain nombre de composantes de M2++ a contribué à une décélération marquée de la progression de M2++ (Graphique 21).

Le vif tassement du rythme d'expansion des agrégats monétaires, ces derniers mois, ne fait pas peser de risque important sur les perspectives en matière d'inflation. La croissance de la monnaie au sens étroit reste supérieure au niveau compatible avec un taux d'inflation de 2 %, et le volume des encaisses de précaution détenues par les ménages demeure exceptionnellement élevé. Ainsi, la poursuite d'une lente expansion monétaire concorderait avec le retour de l'inflation vers la cible de 2 %.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Il est probable que les facteurs ponctuels qui ont fait grimper l'inflation mesurée par l'indice de référence aux environs de 3 % dernierement continueront à maintenir celle-ci à un niveau élevé dans un proche avenir. On s'attend toutefois à ce que l'effet combiné de ces facteurs se soit en grande partie résorbé d'ici le début de 2004.

L'incidence des augmentations récentes des primes d'assurance sur le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se faire sentir jusqu'au milieu de 2003, puis s'estomper progressivement jusqu'au début de 2004. La sécheresse qui a sévi l'an dernier dans l'Ouest canadien et ailleurs devrait donner lieu à de nouvelles pressions à la hausse sur les prix de certaines composantes alimentaires de cet indice durant la majeure partie de 2003. Il se pourrait que le dernier relèvement substantiel des coûts de l'énergie se répercute sur les prix d'autres biens et services. Cependant, si l'on en croit l'expérience récente, l'ampleur de ces retombées sera probablement assez petite.

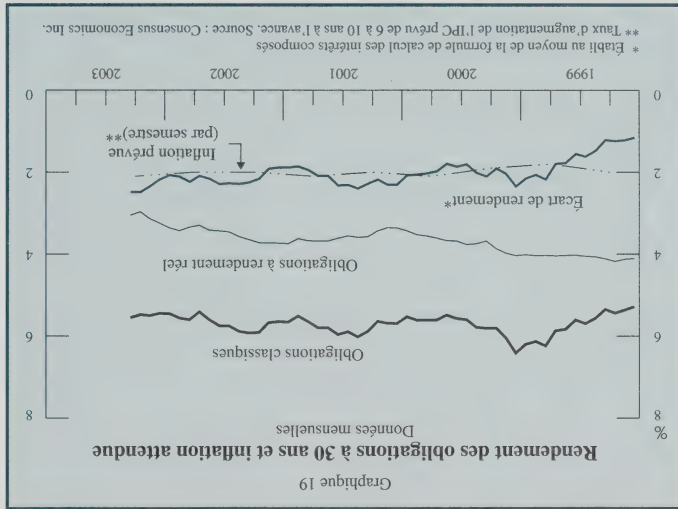
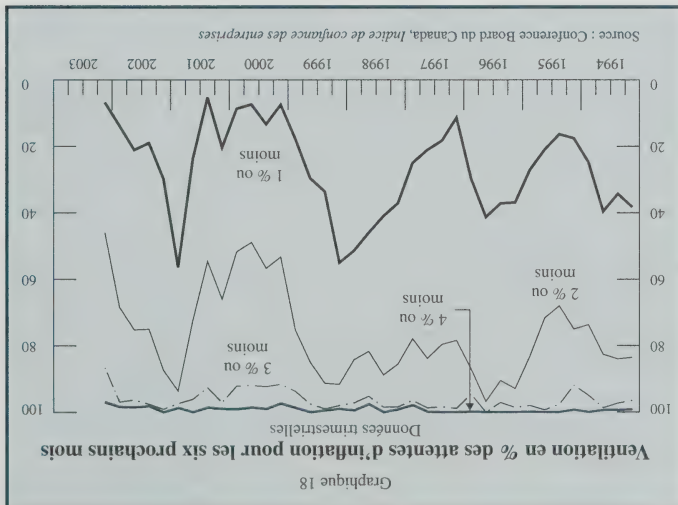
De même, l'effet de l'appréciation récente du dollar canadien sur l'inflation mesurée par l'indice de référence sera sans doute faible, les mouvements du taux de change ayant eu une incidence limitée sur cet indice au cours des dix dernières années. Les repercussions de cette appréciation sur la hausse de l'IPC global seront un peu plus prononcées que sur celle de l'indice de référence, puisque le panier de biens et services qui compose ces indices diffère de l'un à l'autre.

Les augmentations salariales devaient s'accroître quelque peu durant 2004.

L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Les augmentations salariales devaient s'accroître quelque peu en 2004. Par exemple, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des entreprises indiquent que celles-ci sont plus nombreuses à croire que les hausses salariales gagnent, plutôt que perdent, en importance pendant les douze prochains mois. On s'attend à ce que la croissance de la productivité du travail s'établisse à près de 2 % au cours des deux prochaines années et à ce que le taux de progression des coûts unitaires de main-d'œuvre remonte vers les 2 % durant l'année 2004.

Durant la majeure partie du second semestre de 2002 et au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, soit M1 brut, M1+ et M1++, a décéléré par rapport à la cadence très rapide affichée antérieurement (Graphique 20). Les entreprises et les ménages semblent avoir stoppé l'accumulation d'encaisées de précaution réalisée précédemment face au recul



annuelle, soit en deçà du taux moyen ressortant des plus récentes prévisions du secteur privé.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés au printemps révèlent que 53 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de plus de 2 %. Seulement 25 % des répondants étaient cet avis l'automme dernier (Graphique 18). Selon l'enquête réalisée par les bureaux régionaux de la Banque auprès des entreprises, 83 % des firmes consultées (contre 66 % en septembre dernier) estiment que l'inflation dépassera, au cours des deux prochaines années, la cible de 2 % visée par la Banque. Par ailleurs, le taux d'augmentation de l'IPC global escompté en 2003 selon la moyenne des prévisions du secteur privé s'établit à 3 %, alors qu'il était de 2,4 % en octobre dernier. Les attentes relatives à l'inflation à court terme ont manifestement subi l'influence des relèvements récents des prix à la consommation de l'énergie.

Malgré la hausse de ces attentes, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé se situe toujours aux environs de 2 % pour 2004. Les taux d'inflation prévus à plus long terme restent également très voisins de 2 %. Par contre, l'écart entre le rendement des obligations classées à 30 ans et celui des obligations à rendement réel s'est élargi progressivement pour atteindre presque 2,5 points de pourcentage (Graphique 19). Des facteurs techniques et les considérations liées à la liquidité rendent toutefois cet écart difficile à interpréter.

Encadré 2

Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique

Les fortes variations des prix de l'énergie influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). Elles entraînent d'abord une redistribution du revenu réel entre les pays qui importent de l'énergie (tels que les États-Unis) et ceux qui en exportent (comme le Canada). Avec l'essor marqué de notre excédent commercial net au titre des produits énergétiques par rapport au PIB, notre économie est devenue plus vulnérable depuis le début des années 1980 aux hausses et aux baisses du revenu réel aux fluctuations des cours de ces produits (on parle en ce cas d'un « effet de revenu réel » ou d'un « effet des termes de l'échange »). En outre, si les producteurs d'énergie croient que les prix resteront à ce niveau élevé, ils seront davantage enclins à accroître leurs investissements. Le renchérissement de l'énergie élève aussi les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et réduit le revenu réel des ménages, tout en dominant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs d'énergie. Tout compte fait, l'effet à court terme de cette redistribution sur le niveau global d'activité économique pourrait bien être négatif si les producteurs d'énergie augmentent leurs investissements plus graduellement que les autres entreprises et les ménages ne réduisent leurs dépenses. Comme la plupart des principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets d'énergie, on pourrait s'attendre à ce qu'une progression sensible des cours de l'énergie cause un recul des exportations canadiennes vers ces pays (c'est ce que l'on appelle l'« effet de demande extérieure »). Enfin, une montée importante et durable des prix de l'énergie pourrait accroître l'incertitude de façon appréciable, surtout si cette hausse ne reflète pas simplement un retour de balancier après une période de repli des prix. Les entreprises et les ménages pourraient être préoccupés par les coûts d'exploitation à long terme du matériel énergivore et par les perspectives économiques d'ensemble à court terme et ainsi être tentés de remettre à plus tard certains investissements ou l'achat d'articles coûteux.

Les vives augmentations des cours mondiaux de l'énergie ont eu tendance à freiner le rythme d'expansion de l'économie mondiale, surtout depuis les années 1970. Toutefois, l'incidence des récentes hausses devrait être plus faible que celle qu'avaient eue les chocs pétroliers des années 1970 et du début de la décennie suivante, principalement du fait que l'intensité de la consommation d'énergie dans les économies industrielles a nettement diminué depuis.

Si les cours du pétrole brut West Texas Intermediale demeurent voisins de 28 \$ E.-U. le baril d'ici la fin de 2003, ils dépasseront de quelque 7 % (2 \$ E.-U.) leur niveau moyen de 2002. De même, si ceux du gaz naturel se stabilisent aux alentours de 5 \$ E.-U. le millier de pieds cubes durant le reste de l'année, ils excéderont de presque 65 % leur niveau de 2002. De telles hausses de prix se solderaient par un accroissement d'un peu plus de 1 % du revenu réel du Canada. D'après les estimations du FMI et de l'OCDE, ce même scénario impliquerait aussi une réduction d'environ 0,1 % du PIB réel américain au bout d'un an. L'incidence nette de ces deux effets de revenu réel et de demande extérieure sur le PIB réel du Canada pourrait n'être qu'une très faible augmentation d'à peu près 0,3 %, encore que cette estimation soit entourée d'une large marge d'incertitude.

1. Pour en savoir davantage sur l'évaluation de l'incidence d'une modification des cours de l'énergie sur le PIB réel du Canada, voir Stuber (2001). L'estimation présentée ci-dessus ne tient pas compte de l'effet à court terme d'une accentuation de l'incertitude sur l'activité économique.

On prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera à un rythme de près de 2 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2003. Le récent climat d'incertitude a incité de nombreuses entreprises à reporter leurs investissements en capital, décision dont les effets se feront sentir au cours des prochains mois. De plus, le rythme d'accumulation des stocks ralentira vraisemblablement, étant donné qu'une partie de l'accumulation observée dernièrement semble avoir été involontaire. La progression de la dépense des ménages devrait également décélérer par rapport au rythme vigoureux enregistré en 2002. Bien que modeste, la croissance continue que devrait connaître l'économie des États-Unis au cours des trois premiers trimestres de 2003 aidera certes à soutenir la demande d'exportations, mais cet effet sera tempéré par le redressement du dollar canadien. Par ailleurs, les dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devraient afficher une vive augmentation durant cette période.

L'accroissement de la demande globale au Canada devrait s'accroître considérablement vers la fin de 2003 et tout au long de 2004, et on pense que la reprise attendue de l'économie américaine stimulera les exportations canadiennes. Sous l'impulsion du regain de confiance postulé et d'une nouvelle amélioration des conditions financières, les dépenses d'investissement devraient aussi redémarrer. En outre, il est probable que les activités de forage classique de pétrole et de gaz naturel s'intensifieront fortement en 2003, à la faveur des cours élevés du pétrole brut et du gaz naturel (Encadré 2). La dépense des ménages devrait également connaître une hausse solide, même si le rythme d'accroissement sera ralenti quelque peu par la réduction de la dette monétaire en place.

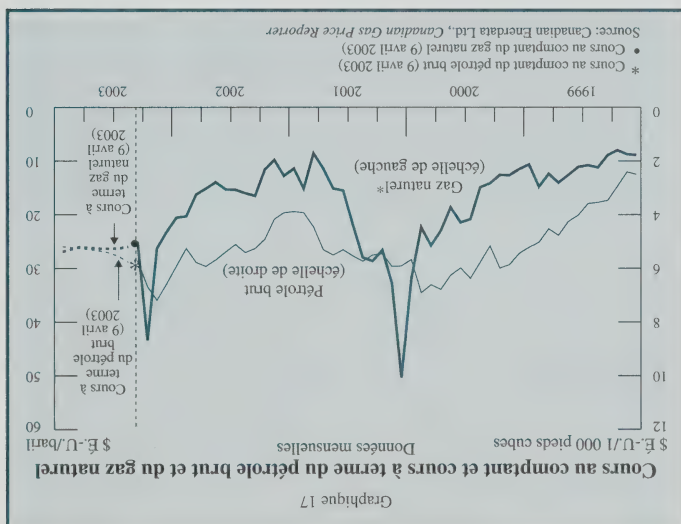
On s'attend à ce que le taux d'expansion de l'économie se situe autour de 2 1/2 % en moyenne en 2003. Ce chiffre est moins élevé que celui qu'on avançait dans la *Mise à jour* de janvier et que la moyenne des prévisions du secteur privé. Il est aussi en deçà des projections présentées dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout de la dégradation des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer pour 2003.

Au cours de 2004, grâce au raffermissement de la demande, l'économie du Canada devrait croître à un rythme légèrement supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %. Pour ce qui est du niveau de l'activité économique, ce scénario implique que la faible marge de capacités inutilisées qui est susceptible d'apparaître au cours des deux ou trois premiers trimestres de 2003 se sera en grande partie résorbée avant la fin de l'année suivante. La croissance s'établirait ainsi à environ 3 % en moyenne

*Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 1/2 % en 2003...
... et dépasser légèrement celui de la production potentielle durant 2004.*

pagation possible du syndrome de détresse respiratoire aiguë accroit l'incertitude entourant cette projection. En Amérique latine, l'avenir reste peu encourageant.

Sous l'effet de la reprise attendue de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient augmenter durant 2004. Les cours du pétrole brut ayant considérablement fléchi depuis la mi-mars, la Banque suppose, dans son scénario de référence, que le prix du brut West Texas Intermedia se situera en moyenne à quelque 28 \$ E.-U. le baril au second trimestre de 2003 et qu'il se repliera par la suite. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient demeurer proches des niveaux élevés qu'ils affichent présentement d'ici à la fin de 2003. Ces prévisions sont généralement conformes aux attentes actuelles du marché (Graphique 17).



La demande et l'offre globales au Canada

Tandis que les indicateurs annoncent une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada, l'emploi enregistrant de nouveaux gains. Compte tenu de la reprise de l'activité attendue aux États-Unis vers la fin de 2003, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et maintenir le niveau de production près des limites de la capacité.

Même si les indicateurs laissent présager une détérioration des perspectives de l'économie mondiale à court terme, la demande intérieure est restée ferme au Canada.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'octobre et dans la *Mise à jour* de janvier. Comme l'incertitude économique demeure un facteur important, la croissance de l'activité à l'échelle mondiale restera probablement faible dans le proche avenir. Mais, grâce à l'atténuation des inquiétudes d'ordre géopolitique, au recul sensible des prix du pétrole et à l'amélioration des conditions financières, les risques auxquels fait face l'économie mondiale sont mieux équilibrés. Pour ce qui est de l'avenir, la Banque estime donc que la croissance se raffermira, en particulier chez nos voisins du sud.

Elle prévoit maintenant que l'économie des États-Unis progressera moins rapidement que la production potentielle de ce pays durant les trois premiers trimestres de 2003. À mesure que la confiance se rétablira, toutefois, l'orientation expansionniste imprimée à la politique monétaire, conjuguée aux baisses d'impôt et à l'augmentation des dépenses au titre de la défense, devrait favoriser une expansion de l'activité supérieure au taux de croissance potentiel de l'économie vers la fin de l'année et tout au long de 2004. On s'attend à ce que les dépenses des ménages et les investissements des entreprises en biens d'équipement s'accroissent au cours de la période considérée. L'avance du PIB réel devrait ainsi s'établir aux environs de 2 1/2 % en moyenne pour l'ensemble de 2003, soit moins que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'octobre et dans la dernière *Mise à jour*. Cependant, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.

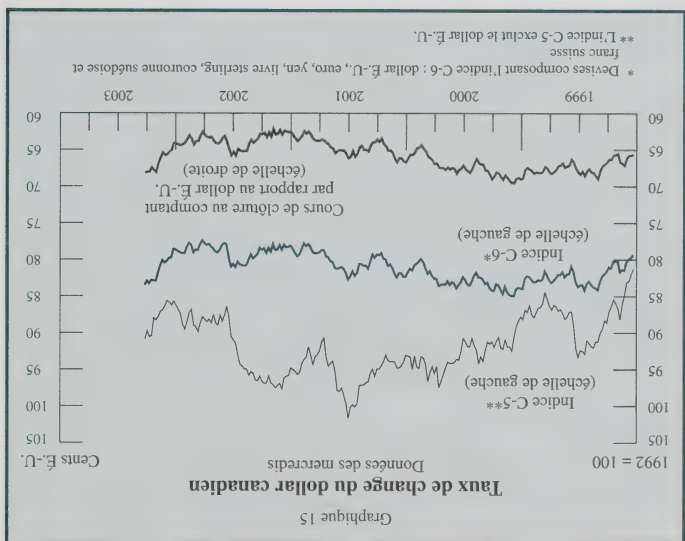
Une pareille accélération de la croissance est moins probable dans les autres pays industrialisés, où l'avance de la demande intérieure donne des signes persistants de faiblesse. Dans les pays de la zone euro, l'activité devrait croître d'environ 1 % en moyenne annuelle pour 2003 (soit un taux inférieur à nos prévisions d'octobre), puis monter aux alentours de 2 1/4 % en 2004. Au Japon, les difficultés structurelles continueront de peser sur la croissance pendant un certain temps encore, de sorte que l'économie de ce pays progressera à un rythme d'à peine 1/2 % en 2003 et de près de 1 % l'année suivante.

Du fait de l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale, les perspectives de croissance se sont dégradées dans plusieurs économies de marché émergentes. L'expansion économique devrait demeurer vive en Asie par comparaison, même si la pro-

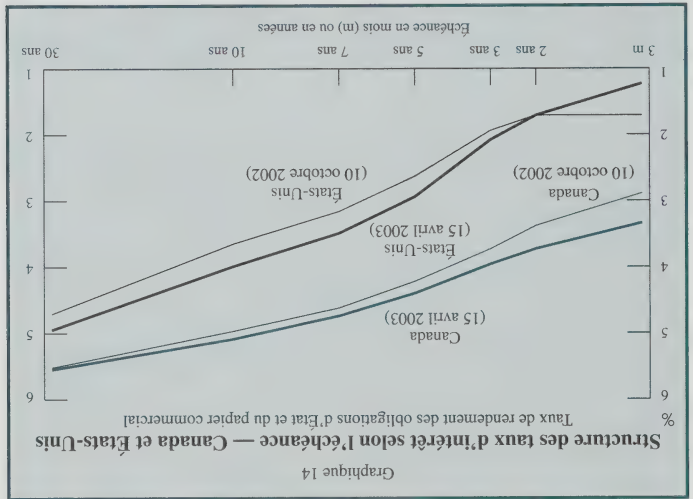
Aux États-Unis, le rythme d'expansion du PIB s'intensifiera pour atteindre à peu près 4 % en 2004.

La croissance économique mondiale sera probablement faible dans le proche avenir, mais les risques sont mieux équilibrés.

L'indice des conditions monétaires de la Banque a fortement progressé depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la hausse du taux cible du financement à un jour et de l'appréciation du dollar canadien (Graphique 16).



Depuis octobre, la courbe de rendement au Canada a continué de s'aplatir (Graphique 14). Les taux à court terme pratiqués sur les marchés ont grimpé, se faisant l'écho non seulement de la hausse affichée par le taux directeur, mais également des attentes de nouvelles majorations de ce taux. Les taux à moyen et à long terme sont, pour leur part, demeurés relativement stables. Par contraste, la pente de la courbe de rendement aux États-Unis s'est accentuée, le repli des taux d'intérêt américains à court terme indiquant que les marchés s'attendent à une baisse des taux directeurs dans un avenir rapproché.



Le taux de change et les conditions monétaires

Le dollar canadien se négociait récemment à plus de 68 cents américains, son plus haut niveau en trois ans (Graphique 15). Parmi les facteurs fondamentaux qui le soutiennent vis-à-vis du dollar américain, mentionnons une économie interne robuste, des écarts avantageux en matière de taux d'intérêt et la fermeté des prix des produits de base. Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, il s'est apprécié de 8,2 % en moyenne par rapport aux devises de ses principaux partenaires commerciaux. Au cours de cette période, le dollar américain s'est beaucoup affaibli vis-à-vis des autres grandes monnaies, notamment l'euro et le franc suisse. Ces monnaies ont profité du mouvement vers les valeurs refuges suscité par le climat d'incertitude qui prédominait.

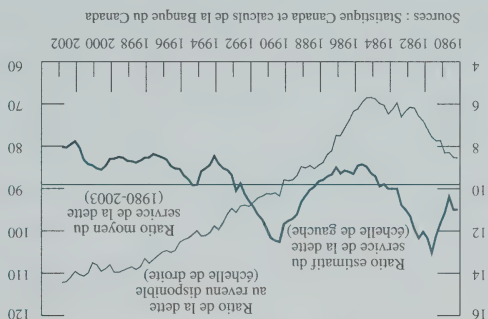
Encadré 1 Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages

Les ménages ont accéléré le rythme de leur endettement durant l'année dernière, en réaction notamment au maintien des taux d'intérêt à des niveaux. Depuis le milieu des années 1990, le crédit à la consommation (c.-à-d. les prêts non hypothécaires) s'est accru rapidement — en particulier les lignes de crédit à taux variable, qui sont devenues de plus en plus populaires. Il représente maintenant 31 % de la dette des ménages, contre 25 % en 1994. Le très faible niveau des taux d'intérêt à court terme a aussi permis aux bailleurs de fonds de promouvoir plus activement les prêts hypothécaires à taux variable, et ceux-ci ont gagné en popularité parmi les ménages.

Étant donné l'accroissement de l'endettement et la vogue grandissante des prêts à taux variable, il y a lieu de se demander si une hausse des taux d'intérêt se répèrerait sur les ménages plus fortement et plus rapidement que dans le passé. Un facteur limite néanmoins l'effet de telles augmentations sur le service de la dette : puisque les prêts hypothécaires à taux variable imposent généralement un plafonnement du principal. En outre, une proportion importante des emprunts des ménages continuent d'être contractés à des taux fixes pour une période de 3 à 5 ans.

Une mesure du coût de l'endettement des ménages est la part du revenu disponible disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette. Une hausse du ratio du service de la dette liée à une montée des taux d'intérêt aurait tendance à soustraire des sommes qui auraient été consacrées autrement à la consommation et à réduire l'accès de certains ménages au crédit.

Fardeau de la dette des ménages



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

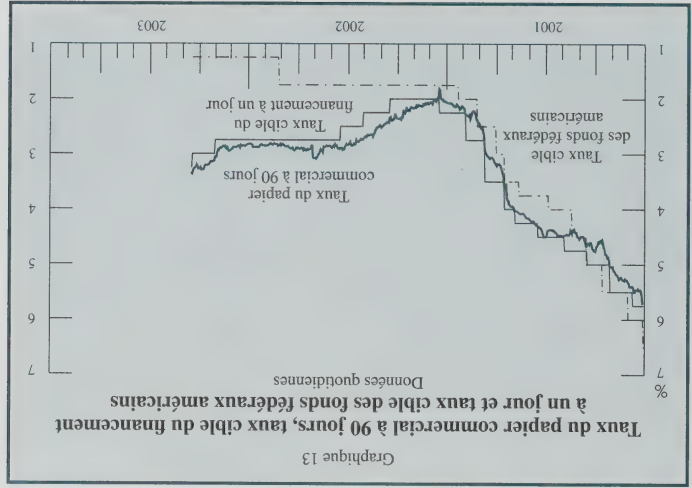
Le ratio estimatif du service de la dette se situe actuellement à des niveaux historiquement bas parce que l'incidence de la croissance de la dette des ménages a été largement compensée par l'effet conjugué de l'élévation des revenus et du recul des taux d'intérêt (voir le graphique). L'une des raisons en est que le faible niveau des taux des emprunts à taux fixe et à plus long terme a permis une baisse du coût des nouveaux prêts hypothécaires et de leur renouvellement. De plus, les taux à court terme étant de en tendance à réduire encore davantage le service de la dette. D'autres mesures du ratio du service de la dette, qui englobent le remboursement du principal (estimé à partir de diverses hypothèses concernant l'échéance moyenne de la dette des ménages), sont stationnaires depuis plusieurs années et se situent également bien en deçà des sommes atteintes au début des années 1990.

Il est probable que l'emploi plus répandu des prêts à taux variable a accru l'incidence éventuelle des taux d'intérêt à court terme sur les dépenses de consommation. Mais une augmentation des taux d'intérêt n'entraînerait ni une dégradation prononcée de la solvabilité des ménages, vu le bas niveau actuel du ratio du service de la dette, ni une forte baisse de leurs fonds disponibles. Elle ne devrait donc pas amener les ménages à sabrer dans leurs dépenses.

financière demeure saine et ne constitue pas un frein à leur consommation. La hausse de l'endettement a été partiellement contrebalancée par celle des revenus et, grâce aux taux d'intérêt très bas, le ratio du service de la dette demeure modeste par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé. Il semble donc que l'effet de freinage qu'aurait le relèvement des taux d'intérêt sur la consommation ne serait pas considérablement amplifié par la taille ou la composition de la dette des ménages (Encadré 1). De plus, le renchérissement des maisons continue de neutraliser les pertes en capital sur les titres boursiers, contribuant ainsi à la solidité financière des ménages.

Les mesures de politique monétaire

Aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002, la Banque a décidé de laisser son taux directeur inchangé en raison de l'affaiblissement de l'économie mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique. Même si elle n'a pas modifié le taux directeur en janvier, la Banque a précisé, dans le communiqué publié à cette occasion, qu'elle était d'avis, compte tenu de la hausse plus importante que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par l'IPC global, que l'économie tournait sans doute plus près des limites de sa capacité qu'elle ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, elle a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 3,25 %. Ces décisions ont été prises devant la persistance de taux d'inflation élevés, les prévisions selon lesquelles l'économie canadienne demeurera près des limites de sa capacité et le caractère expansionniste de la politique monétaire (Graphique 13).



Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du Rapport

d'octobre :

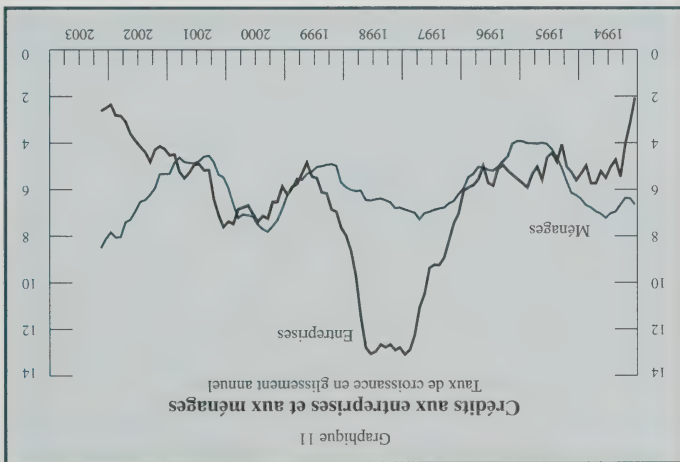
16 octobre — aucune modification

3 décembre — aucune modification

21 janvier — aucune modification

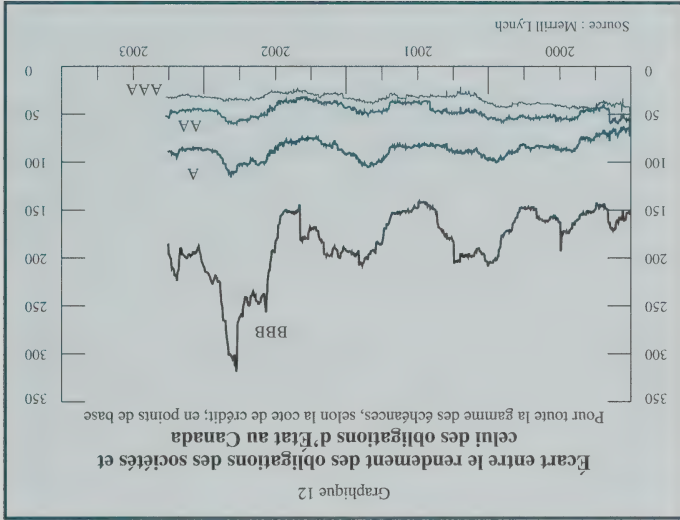
4 mars — hausse de 25 points de base à 3,0 %

15 avril — hausse de 25 points de base à 3,25 %



... alors que le crédit aux ménages continue de connaître une croissance importante.

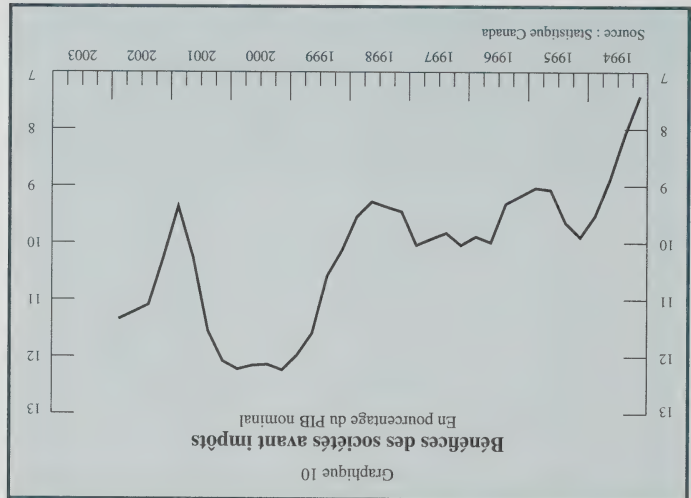
émissions d'actions dénote un manque d'intérêt des investisseurs pour les nouveaux titres et un contexte difficile pour les emprunteurs à risque élevé. L'évolution du crédit aux ménages contraste fortement avec celle du crédit aux entreprises par sa croissance importante, favorisée par la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur de l'emploi. Même si les ménages augmentent leur endettement, leur situation



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

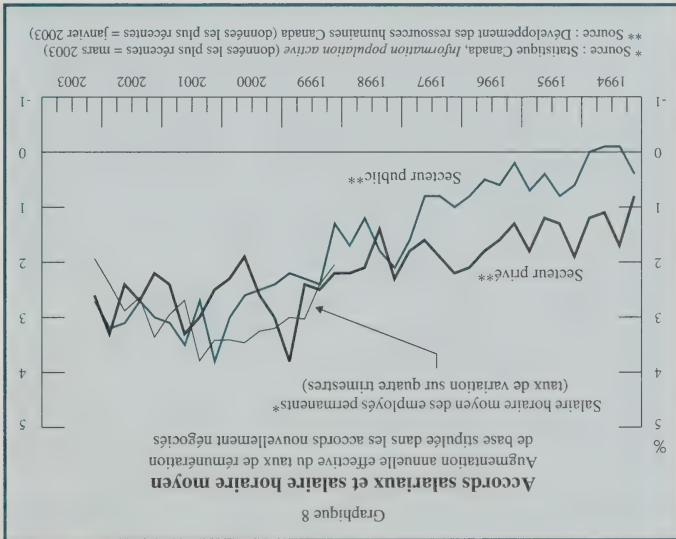
Le crédit aux entreprises et aux ménages

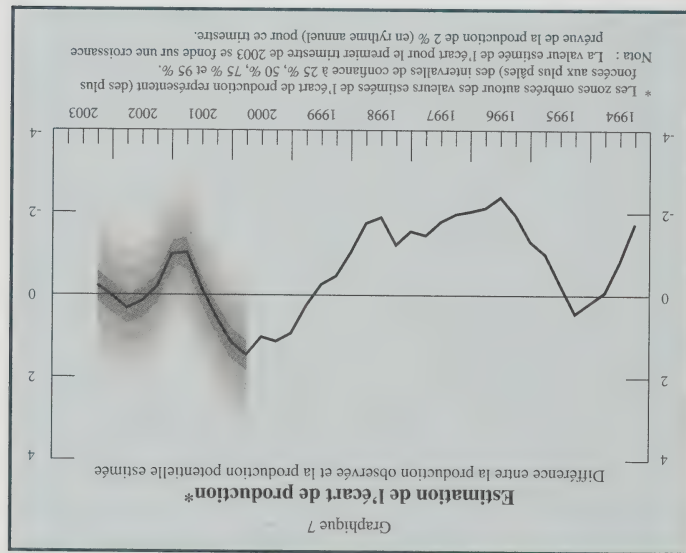
Sous l'effet conjugué des bénéfices élevés des sociétés (Graphique 10) et de la propension de celles-ci à différer certains investissements vu l'incertitude économique et géopolitique, la demande de crédit des entreprises non financières n'a enregistré qu'une très lente progression au cours des derniers mois (Graphique 11). Le crédit à long terme aux sociétés s'est accru à un rythme modéré à la faveur de l'émission de parts de fiducies de revenu, tandis que celui à court terme a poursuivi son repli. Quant aux banques, elles demeurent prudentes dans leur octroi de prêts aux entreprises à risque.



Dans la plupart des cas, les écarts entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État se sont rétrécis par rapport au sommet atteint en octobre 2002, bien que l'on ait observé récemment des élargissements attribuables aux inquiétudes propres à certains secteurs (Graphique 12). Les écarts restent toutefois supérieurs à leurs moyennes historiques, surtout en ce qui concerne les titres de moindre qualité.

Les cours boursiers se sont redressés après avoir touché un creux en octobre dernier, mais ils sont encore sensibles à l'évolution de la situation géopolitique. La volatilité s'est accentuée sur ces marchés en mars, puis elle s'est atténuée récemment. Le faible volume des





grande partie par un accroissement de l'offre de main-d'œuvre, comme en témoignent la forte montée du taux d'activité et l'absence de pressions ascendantes sur les augmentations de

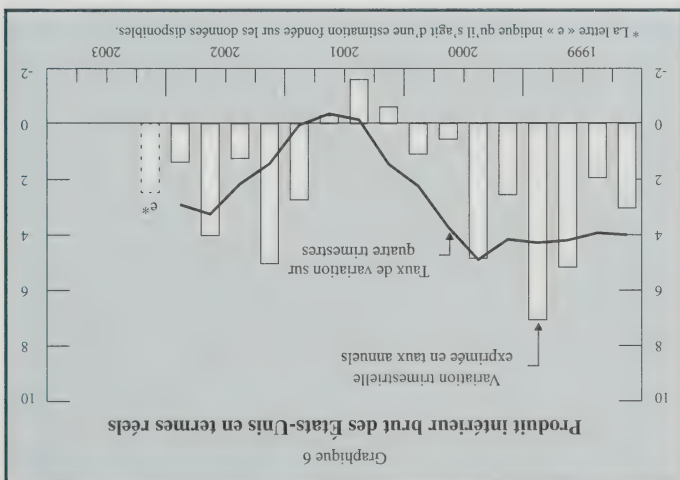
salaires.

Dans l'ensemble, les facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que les taux d'inflation plus élevés que prévu portent à croire que l'économie tourne actuellement un peu plus près des limites de sa capacité que la Banque ne le croyait au moment de la parution du Rapport d'octobre. Qui plus est, la Banque est d'avis que le niveau de l'activité économique au pays se trouve proche de ces limites depuis le début de 2002.

La maîtrise des coûts

L'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises révèlent toutes deux que le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne aurait diminué à la fin de 2002, pour se situer entre 2,0 et 2,5 % (Graphiques 8 et 9). Le taux d'augmentation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises s'est néanmoins inscrit en hausse au quatrième trimestre, sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité observé durant l'année, pour atteindre environ 1,5 % (Graphique 9).

Sous l'effet du tassement de la croissance de la productivité du travail, le taux d'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est inscrit en hausse, pour atteindre environ 1,5 % à la fin de l'année.



L'année et devraient avoir continué sur cette voie au premier trimestre de 2003. En outre, malgré le renchérissement du pétrole, la détérioration de la confiance des ménages et le mauvais temps qui a sévi en février dans la partie nord-est du pays, on estime que la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis s'est raffermie quelque peu au premier trimestre de cette année.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

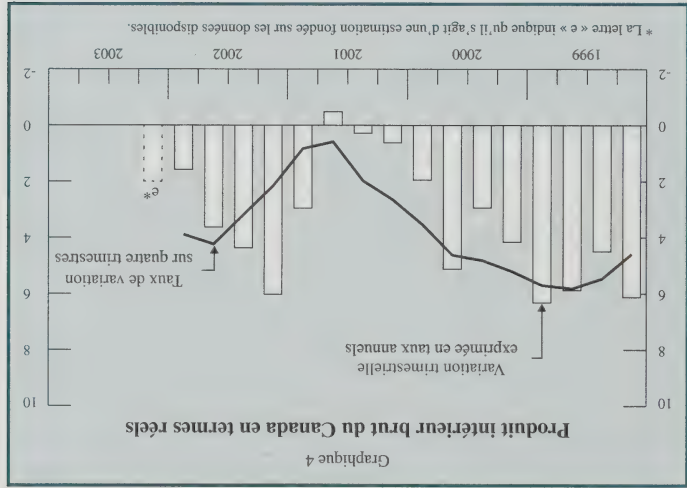
Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, l'économie fonctionnerait très près des limites de sa capacité (Graphique 7).

Plusieurs autres indicateurs confortent cette estimation, notamment la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada, le ratio des bénéfices au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalaient des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque.

Les pressions dont les capacités font l'objet continuent d'être spécialement manifestes sur le marché du logement. Depuis le début de 2002, le faible taux d'occupation des unités d'habitation a provoqué un relèvement assez prononcé des prix, tant sur le marché des maisons neuves que sur celui de la revente.

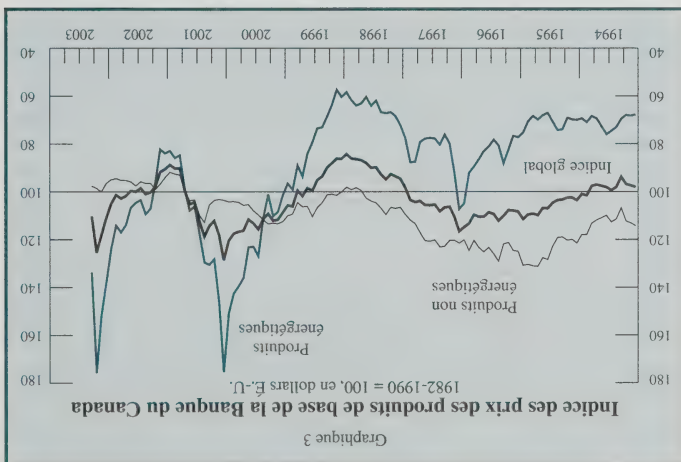
Parallèlement, certains indicateurs du marché du travail donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laisse supposer la mesure habituelle de l'écart de production. En particulier, la hausse appréciable que connaît l'emploi depuis le début de 2002 a été satisfaisante en

Le niveau de l'activité au Canada est demeuré près des limites de la capacité de production de l'économie depuis le début de 2002.



La demande dans les pays d'outre-mer et aux États-Unis s'est avérée plus faible qu'on ne l'avait projeté. Le ralentissement marqué que l'économie des États-Unis a subi au dernier trimestre de 2002, après une expansion robuste au troisième trimestre, est attribuable à un essoufflement de la dépense des ménages et à une vive dégradation de la balance commerciale (Graphique 6). Cependant, les investissements fixes des entreprises ont augmenté pour la première fois en deux ans durant les trois derniers mois de

Parallèlement, la dépense des ménages a maintenu sa forte progression au second semestre de 2002.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Au deuxième semestre de 2002 et durant les premiers mois de 2003, l'expansion de l'économie canadienne a décéléré par rapport à la cadence rapide observée antérieurement. Après avoir atteint 5,2 % en rythme annuel au premier semestre de 2002, le taux de croissance du PIB réel est redescendu à 2,6 % dans la seconde moitié de l'année, ce qui est légèrement inférieur à celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 % (Graphique 4). Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'emploi donnent à penser que le PIB réel a progressé d'environ 2 % au premier trimestre de 2003.

Les exportations canadiennes, qui avaient connu une remontée substantielle au cours des neuf premiers mois de 2002, ont reculé au quatrième trimestre et au début de 2003 sous l'effet de la baisse de régime de l'économie américaine. La contribution de l'accumulation des stocks à la croissance du PIB réel s'est grandement atténuée au deuxième semestre, et l'incertitude accrue qui pesait sur les perspectives économiques a entraîné de modestes réductions des investissements des entreprises vers la fin de l'année. Parallèlement, la forte détente monétaire créée par les bas taux d'intérêt ainsi que les gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels ont favorisé la poursuite de l'essor de la dépense des ménages au second semestre de l'année dernière et au premier trimestre de 2003 (Graphique 5).

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a diminué au second semestre de 2002 pour s'établir un peu en dessous de celui de la production potentielle, que la Banque évalue à 3 %.

Les exportations canadiennes ont accusé un recul vers la fin de 2002, après avoir affiché de solides gains plus tôt durant l'année.

L'effet d'écho des rabais temporaires consentis dans la foulée des événements du 11 septembre 2001 ne se répercute plus sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Si cet effet a contribué à l'augmentation sur 12 mois de cette mesure au quatrième trimestre de 2002, en février 2003, son influence s'était dissipée. Le rétablissement d'un marché de l'électricité régulièrement en Ontario a permis de stabiliser les prix à la consommation de ce service public, quoique ceux-ci aient diminué le mois où des remboursements ont été accordés aux usagers de la province.

Le taux d'augmentation sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 4,6 % en février, soit deux points de pourcentage de plus qu'en août. Cette vive poussée par rapport au taux d'accroissement de l'indice de référence tient en grande partie à la majoration substantielle des prix à la consommation de l'essence et du mazout. Les craintes persistantes d'une interruption des approvisionnements au Proche-Orient sont venues s'ajouter aux perturbations récentes des exportations de pétrole du Venezuela et à la chute consécutive des réserves américaines de pétrole, provoquant un autre renchérissement marqué du pétrole brut, qui a pris fin à la mi-mars. À ce moment, l'atténuation de la menace d'une longue interruption de la production de pétrole iraquien a entraîné un repli des cours du brut. La hausse des prix à la consommation du gaz naturel, qui reflète à la fois celle des frais de transport et le renforcement de la demande liée aux froids inhabituels enregistrés en Amérique du Nord, a également contribué au bond récent de l'inflation mesurée par l'IPC global.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont aussi augmenté depuis l'automne dernier (Graphique 3). La vigueur de la demande en Chine a favorisé un relèvement des prix des métaux communs, tandis que les prix du bétail et de la pâte se sont redressés face à la contraction de l'offre. La dépréciation que le dollar américain a connue ces derniers temps vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies a également contribué à la montée des prix en dollars E.-U. des produits de base.⁴

3. Un deuxième remboursement est prévu, ce qui devrait faire baisser les prix de l'électricité en Ontario au deuxième trimestre et pourrait occasionner un recul temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence. 4. Les produits de base sont généralement facturés en dollars E.-U. Ainsi, une dépréciation de la monnaie américaine fait diminuer leurs prix en d'autres devises, ce qui stimule la demande de produits de base et exerce des pressions à la hausse sur leurs prix en dollars E.-U.



au relèvement du coût d'intrants clés et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels est la très vive montée des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation, qui a fait augmenter considérablement l'inflation; l'ascension de ces primes compte en effet pour environ 1,3 point de pourcentage du taux d'accroissement sur 12 mois de l'indice de référence enregistré en février. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux.

Toutefois, ce qui compte le plus du point de vue de la politique monétaire, ce sont les signes indiquant que la vigueur de la demande intérieure dans certains secteurs est source de tensions sur la capacité de production. Ces tensions ont notamment donné lieu à des hausses prononcées des prix du logement et de certains services. L'opinion selon laquelle l'économie fonctionne près des limites de sa capacité est étayée par le fait que, même si nous retranchons de notre mesure de référence les relèvements des primes d'assurance, le taux d'inflation ainsi calculé se situe à environ 2 %.

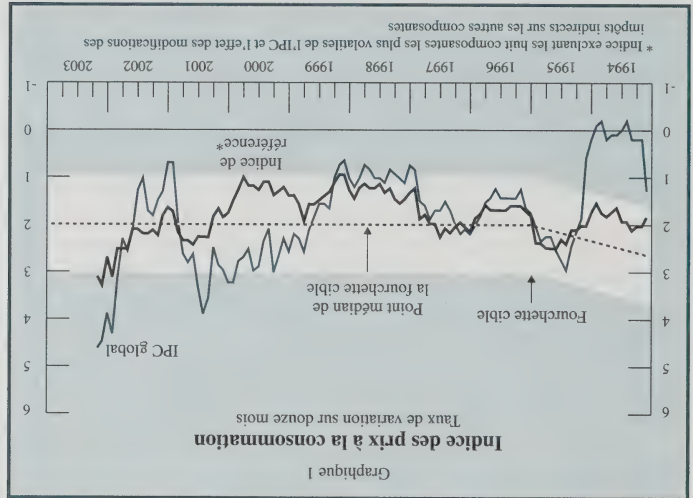
2. La hausse soudaine des primes d'assurance survient après plusieurs années où les rendements exceptionnels des placements financiers ont aidé à couvrir l'augmentation des demandes d'indemnité et à éviter un relèvement des primes. Si les rendements en question avaient été plus faibles, les primes auraient très probablement amorcé leur ascension plus tôt et, en conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence pour la période concernée aurait été supérieure à ce qu'elle a été. Dans ce cas, le taux d'augmentation de l'indice de référence serait moins élevé à l'heure actuelle qu'il ne l'est, mais il dépasserait encore les mesures dont sont exclues les primes d'assurance. Il s'agit là d'une autre façon de corriger les données récentes sur l'inflation de la hausse des primes d'assurance afin de mieux évaluer l'inflation sous-jacente.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis novembre 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée bien au-dessus de 2 %, la cible de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a augmenté de façon marquée, sous l'impulsion surtout de l'escalade des cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé le niveau prévu dans la livraison d'octobre du Rapport sur la politique monétaire (Graphique 1)¹. D'août à octobre 2002, le taux d'accroissement sur 12 mois de cet indice s'était maintenu à 2,5 %. Depuis novembre, il s'est établi en moyenne juste au-dessus de 3 % et se situait à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielles que la Banque suit de près ont également augmenté et, en février, leur niveau était proche de celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).



La forte hausse inattendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels,

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible?

L'inflation mesurée par l'IPC global est passée de 2,1 % en juillet 2002 à 4,6 % en février 2003 et se situe en dehors de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation depuis octobre dernier. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite en mai 2001¹, la Banque s'est engagée à expliquer de tels écarts persistants par rapport au point médian de la fourchette. Parmi les facteurs ayant fait augmenter l'inflation depuis six mois, trois ressortent particulièrement : la poussée des prix de l'énergie, les fortes hausses des primes d'assurance et le fait que l'économie tourne près des limites de sa capacité.

Le resserrement des marchés mondiaux de l'énergie et le vif renchérissement du pétrole brut et du gaz naturel qui en a résulté par rapport aux creux relatifs observés à la fin de 2001 et au début de 2002 ont entraîné une ascension marquée des prix à la consommation de l'essence, du mazout et du gaz naturel au Canada depuis le milieu de 2002. Cette remontée est le principal facteur à l'origine de la hausse qu'a enregistrée l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. La tendance des prix de ces produits énergétiques s'est nettement inversée récemment, et les cours des contrats à terme concernant le pétrole brut laissent présager d'autres baisses pendant les prochains mois.

Après être restées stables pendant plusieurs années, les primes d'assurance se sont aussi envolées depuis la fin de 2001, en raison de la forte progression du montant des demandes d'indemnité et du faible rendement affiché par les placements financiers de ce secteur ces deux dernières années. De février 2002 à février 2003, les primes d'assurance automobile et d'assurance habitation se sont accrues respectivement de 30 % et de 11 %. Étant donné que les primes d'assurance représentent presque 4 % du panier de l'IPC, leurs variations ont contribué de façon appréciable à l'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC entre juillet 2002 et février 2003. Les primes d'assurance sont également comprises dans l'indice de référence de la Banque. Leurs augmentations ont été plus vives et plus persistantes que prévu, mais l'on croit toujours que l'incidence de ce facteur sur l'IPC s'atténuera au cours de 2003.

Les pressions s'exerçant sur l'appareil de production ont également été plus intenses que ce qu'on anticipait. Au lendemain des attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux États-Unis, la Banque est intervenue énergiquement en abaissant le taux cible du financement à un jour de 200 points de base entre septembre 2001 et janvier 2002. Cette mesure vigoureuse visait à soutenir la confiance et à prévenir un ralentissement sévère de l'activité économique. La confiance s'est toutefois vite rétablie, et la forte détente monétaire mise en place s'est traduite par un essor important de la demande, en particulier pour ce qui est des composantes sensibles aux taux d'intérêt. La reprise s'étant produite bien plus tôt que l'on s'y attendait et avec plus de vigueur que prévu, la Banque a resserre sa politique monétaire entre avril et juillet 2002. Au second semestre de l'année, la demande a faibli à l'étranger, mais elle est restée robuste au pays, et l'économie a continué de tourner près des limites de sa capacité. Le niveau élevé de la demande intérieure a poussé certains prix à la hausse, notamment ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs. Devant ce contexte, la Banque a recommencé, en mars 2003, à resserre sa politique.

Dans le présent rapport, la Banque examine les facteurs qui devraient ramener le taux d'inflation à sa cible de 2 % d'ici le début de 2004.

1. Cf. Banque du Canada (2001), p. 7

1. INTRODUCTION

Depuis quelque temps, les perspectives économiques mondiales sont assombries par une grande incertitude, que la guerre en Irak a accentuée tout récemment. Cette incertitude explique une bonne partie de la forte volatilité qu'ont connue dernièrement les cours mondiaux du pétrole et les marchés financiers. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont partiellement atténuées ces derniers temps et, dans son scénario de référence, la Banque du Canada postule qu'elles continueront de se dissiper. En conséquence, la confiance des entreprises, des ménages et des marchés financiers devrait se raffermir considérablement d'ici la fin de l'année. Mais il reste que l'incertitude planant sur l'économie mondiale demeure importante, particulièrement à court terme. La Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis et au Canada commencera à augmenter vers la fin de 2003 et qu'il dépassera le taux d'accroissement de la production potentielle durant 2004. Comme la marge de capacités excédentaires est plus grande aux États-Unis qu'au Canada, il y a davantage

place à une croissance de l'économie supérieure à celle du potentiel dans ce pays que chez nous.

Notre scénario s'accompagne toutefois d'un large éventail de résultats possibles, qui pourraient s'avérer supérieurs ou inférieurs à nos prévisions. L'évolution de la confiance des entreprises et des ménages ainsi que de l'incertitude économique à l'échelle mondiale auront une influence déterminante à cet égard. C'est pourquoi la Banque suivra ces deux facteurs de près au cours des prochains mois. Quoi qu'il en soit, ce qui importe le plus en ces temps incertains est que la Banque s'attache avec constance à prendre les mesures appropriées qui auront pour effet cumulatif de ramener le taux d'augmentation des prix à 2 %, sa cible de maîtrise de l'inflation.

La présente livraison du *Rapport sur la politique monétaire* contient un examen des facteurs qui devraient faire redescendre l'inflation mesurée par l'indice de référence à 2 % d'ici le début de l'an prochain.

* * *

Au moment de reconduire la cible de maîtrise de l'inflation en mai 2001, la Banque s'est engagée à expliquer les écarts persistants entre l'inflation observée et la cible poursuivie. Cette explication se trouve dans l'encadré de la page suivante.

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce publiée du 15 avril 2003.

Nous demeurons convaincus au Canada des mérites [...] d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à moyen terme, d'une politique budgétaire visant la réduction du ratio de la dette publique au PIB, de la libéralisation des échanges commerciaux et d'une réforme [...] des structures. Les résultats positifs enregistrés par le Canada ces deux dernières années, lesquelles ont été difficiles pour l'économie mondiale, montrent bien que ce cadre est le bon. Au Canada, nous sommes déterminés à continuer d'appliquer ces principes, qui, particulièrement en cette période d'incertitude, confirment leur valeur.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
18 mars 2003

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction	5
Pourquoi l'inflation mesurée par l'IPC global a-t-elle dépassé la cible?	6
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la cible de 2 %	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	10
3. L'évolution financière	15
Le crédit aux entreprises et aux ménages ..	15
Les mesures de politique monétaire.....	17
Le taux de change et les conditions monétaires	19
4. Les perspectives en matière d'inflation	21
La conjoncture internationale	21
La demande et l'offre globales au Canada ..	22
La mesure des attentes relatives à l'inflation	25
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	27
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	27
Les prévisions relatives à l'inflation	29
5. Conclusions	31
Bibliographie	32
Encadrés	
1. Les taux d'intérêt et le coût de l'endettement des ménages	18
2. Les conséquences de la montée des prix de l'énergie pour l'activité économique	24

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2003 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Charles Freedman,
Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnellement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'impact d'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vus de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5093
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2003

BANQUE DU CANADA



1
73
56

MONETARY POLICY REPORT

– April 2003 –

Summary

Overview

Since the Bank's last *Monetary Policy Report*, both core and total CPI inflation have been well above the 2 per cent inflation target. While one-off factors, particularly higher insurance premiums, and increased costs for some key product inputs have contributed importantly to high inflation, price pressures arising from strong domestic demand have also been at play. Indeed, although external demand for Canadian products has weakened, our economy has continued to operate close to full production capacity because of strong domestic demand. In this environment, inflation expectations have edged up.

In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank raised its target overnight rate on each of its last two policy announcement dates by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent.

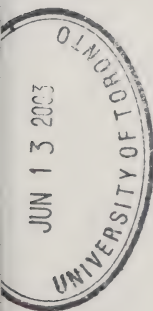
Economic, financial, and geopolitical uncertainty has also figured prominently in the global economic picture over the past six months. Some of the geopolitical and financial uncertainty has lifted more recently, and the Bank expects that it will continue to recede. Global economic uncertainty remains important, however, especially over the near term.

Overall, the risks confronting the world economy now appear to be

better balanced compared with last autumn, and by year-end, business and household confidence levels should be much higher. Thus, while global economic uncertainty will likely continue to dampen growth over the near term, activity should begin to strengthen towards the end of this year and through 2004, particularly in North America.

Highlights

- Inflation has been well above the 2 per cent inflation target, and inflation expectations have edged up.
- In view of the domestic inflation situation and the underlying momentum of domestic demand, the Bank has raised its target overnight rate to 3.25 per cent.
- Global economic uncertainties will likely dampen near-term growth; however, the pace of activity should strengthen towards the end of this year and through 2004 as confidence levels improve.
- The Bank believes that further reductions in monetary stimulus over time will be necessary, but the timing and pace will depend on the evolution of inflation expectations and the strength of domestic and external demand.



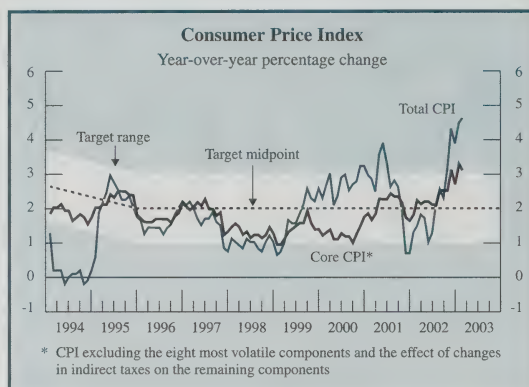
Given the underlying momentum of domestic demand, and an expectation that external demand for Canadian products will strengthen as uncertainties recede and confidence improves, the Bank continues to believe that further reductions in monetary stimulus will be necessary over time to return inflation to its 2 per cent target and to sustain output levels close to capacity. The timing and pace of further increases in policy interest rates will depend on the strength of domestic demand, the evolution of inflation expectations, and the pace of economic expansion in the United States and in overseas economies.

Recent Developments

After expanding at a vigorous pace in the first half of 2002, the Canadian economy grew at a more modest annualized rate of 2.6 per cent in the second half of last year. Reduced exports to the United States were one of the main reasons why economic growth in Canada slowed towards the end of 2002. But, at the same time, domestic demand continued to be strong, underpinned by stimulative monetary policy and significant gains in employment and real incomes.

These same factors continued to affect the economy during the first quarter of 2003. The Bank estimates that the economy grew at an annualized rate of around two per cent in that quarter. While this pace was below the estimated 3 per cent growth rate of the economy's potential, the Bank's conventional measure of potential suggests that the economy is still operating very close to its full production capacity.

Several economic indicators support this view. These include measures of capacity utilization, profits as a share of GDP, and the proportion of firms reporting labour shortages in the survey conducted by the



Bank's regional offices. However, the marked rise in the labour force participation rate over the past year and the absence of upward pressure on wages indicate that there may be more slack in the economy than the conventional measure suggests.

Overall, it is the Bank's view that the level of activity has been close to capacity since early 2002.

Canada's inflation rate has risen markedly since the *October Report*. Core inflation—a measure that focuses on the trend of inflation by stripping out the most volatile components of the consumer price index basket—was 3.1 per cent in February. This higher-than-expected core inflation reflects a combination of one-off factors, higher costs for certain inputs, and strong domestic demand.

The most conspicuous of the one-off factors is the rapid rise in insurance premiums, which reflects both higher claims and low returns on portfolio investments by the insurance industry. In a number of areas, higher prices for key inputs, such as energy and grains, are pushing up the prices of final goods and services. As well, with the economy operating close to capacity, there have been signs of price pressures in certain sectors such as shelter, personal care services, and some recreational services.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2003 –

Sommaire

Vue d'ensemble

Depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire*, tant l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence ont été de beaucoup supérieures à la cible de 2 % que poursuit la Banque. Si les taux d'inflation élevés tiennent en grande partie à des facteurs ponctuels, notamment la montée des primes d'assurance et le renchérissement de certains intrants clés, les pressions que la demande intérieure a exercées sur les prix y ont aussi fortement contribué. La robustesse de cette dernière a en effet permis à l'économie de notre pays de continuer à tourner près des limites de sa capacité malgré l'affaiblissement de la demande extérieure de produits canadiens. Dans ce contexte, les attentes d'inflation affichent une certaine hausse.

Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la vigueur sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base à chacune de ses deux dernières dates d'annonce préétablies, portant ainsi ce dernier à 3,25 %.

La grande incertitude économique, financière et géopolitique observée à l'échelle de la planète a été un autre trait dominant des six mois qui viennent de s'écouler. Les inquiétudes d'ordre géopolitique et financier se sont dissipées en partie ces derniers temps, et la Banque prévoit qu'elles s'estomperont davantage. Le climat économique mondial demeure toutefois considérablement incertain, en particulier à court terme.

Dans l'ensemble, les risques auxquels fait face l'économie mondiale semblent mieux équilibrés maintenant que ce n'était

le cas l'automne dernier; en outre, la confiance des consommateurs et des entreprises devrait s'être sensiblement redressée d'ici la fin de l'année. Par conséquent, même si l'incertitude planant sur l'économie mondiale continuera vraisemblablement de limiter la croissance dans le proche avenir, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, particulièrement en Amérique du Nord.

Faits saillants

- L'inflation a dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée, et les attentes d'inflation affichent une certaine hausse.
- Compte tenu de la situation de l'inflation au pays et de la vigueur sous-jacente de la demande intérieure, la Banque a porté à 3,25 % le taux cible du financement à un jour.
- L'incertitude planant sur l'économie mondiale limitera vraisemblablement la croissance dans le proche avenir; toutefois, l'activité devrait se renforcer vers la fin de cette année et tout au long de 2004, à mesure que la confiance se rétablira.
- La Banque estime qu'elle devra réduire davantage la détente monétaire à l'avenir, mais le moment et l'ampleur du resserrement continueront de dépendre de l'évolution des attentes d'inflation et de la robustesse de la demande intérieure et extérieure.

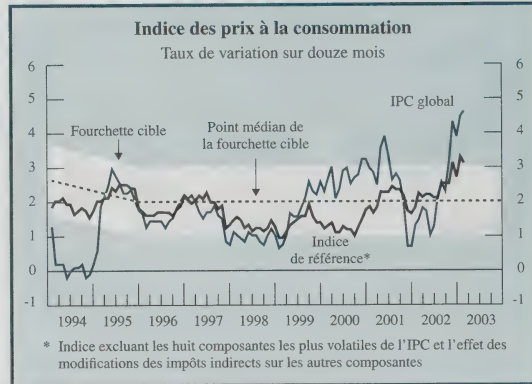
Compte tenu de la vigueur fondamentale de la demande intérieure au Canada et du raffermissement que devrait connaître la demande extérieure de produits canadiens à mesure que l'incertitude se dissipera et que la confiance se rétablira, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité. Le moment et l'ampleur des nouveaux relèvements du taux directeur dépendront de la robustesse de la demande intérieure, de l'évolution des attentes d'inflation ainsi que du rythme de l'expansion économique aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer.

L'évolution récente

Après avoir affiché une progression rapide au premier semestre de 2002, l'activité a crû à un taux annuel plus modéré de 2,6 % dans la seconde moitié de l'année. Le repli des exportations à destination des États-Unis est l'une des principales causes de la décélération de la croissance enregistrée par le Canada vers la fin de 2002. Parallèlement, toutefois, la demande intérieure est restée vigoureuse sous l'effet de la politique monétaire expansionniste et des gains considérables enregistrés aux chapitres de l'emploi et des revenus réels.

Ces mêmes facteurs ont continué d'influer sur l'économie au premier trimestre de 2003. La Banque estime que l'activité a augmenté à un rythme annuel de 2 % environ pendant cette période. Bien que ce taux soit inférieur à celui de la production potentielle, évalué à 3 %, la mesure économique de la production potentielle dont la Banque se sert habituellement indique que l'économie fonctionnerait encore très près des limites de sa capacité.

Plusieurs autres indicateurs économiques viennent conforter cette hypothèse, notamment des mesures du taux d'utilisation des capacités, le ratio des bénéfices au PIB et le pourcentage des entreprises qui signalent des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre du sondage mené par les bureaux régionaux de la Banque. A contrario, la forte montée du taux d'activité au cours de la dernière année et l'absence de pressions à la hausse sur les salaires



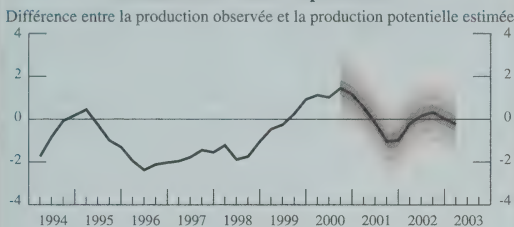
donnent à penser que la marge de ressources inutilisées pourrait être un peu plus importante que ne laissent supposer les mesures habituelles.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie canadienne fonctionne proche des limites de sa capacité depuis le début de 2002.

L'inflation au Canada a beaucoup augmenté depuis la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*. Ainsi, le taux d'accroissement de l'indice de référence — indice qui exclut les composantes les plus volatiles de l'IPC et met donc l'accent sur la tendance de l'inflation — a atteint 3,1 % en février. Cette hausse plus élevée que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient à la combinaison de divers facteurs ponctuels, au relèvement du coût de certains intrants et à la vigueur de la demande intérieure.

Le plus notable des facteurs ponctuels a été la très vive montée des primes d'assurance, due à la fois à une augmentation des demandes d'indemnisation auprès des compagnies d'assurance et au faible rendement des placements financiers de ces dernières. Dans bon nombre de secteurs, le renchérissement d'intrants clés comme l'énergie et les céréales exerce des pressions à la hausse sur les prix des biens et services finaux. En outre, l'économie tournant près des limites de sa capacité, il y a eu des signes de tensions sur les prix dans certains secteurs, comme ceux du logement, des soins personnels et de divers services récréatifs.

L'inflation sur douze mois mesurée par l'IPC global a atteint un sommet de 4,6 %

Estimation de l'écart de production*

* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

en février, ce qui est bien au-dessus de la cible de 2 %. Cette vive poussée tient en grande partie à la majoration substantielle des prix de l'essence, du mazout et du gaz naturel. Les craintes d'une interruption de l'approvisionnement au Proche-Orient et ailleurs, ainsi que les froids inhabituels enregistrés en Amérique du Nord, ont fait grimper encore davantage les coûts de l'énergie.

Les mesures du taux d'inflation attendu à court terme — qui comprennent des données tirées d'une enquête réalisée auprès des entreprises par les bureaux régionaux de la Banque ainsi que la moyenne des prévisions du secteur privé — affichent une légère hausse. Toutefois, les indicateurs des attentes à plus long terme se maintiennent autour de 2 %.

En raison de l'affaiblissement de l'activité à l'échelle mondiale et des incertitudes pesant sur les scènes économique, financière et géopolitique, la Banque du Canada a décidé de ne pas modifier son taux directeur clé aux dates d'annonce préétablies d'octobre et de décembre 2002. Ce taux est demeuré inchangé en janvier également, mais la Banque a alors fait remarquer que l'inflation plus élevée que prévu pouvait signifier que l'économie canadienne tournait plus près des limites de sa capacité qu'on ne l'avait d'abord cru. Aux dates d'annonce de mars et d'avril, la Banque a relevé son taux directeur clé de 25 points de base, le portant ainsi à 3,25 %. Ces décisions ont été prises en raison de la persistance de taux d'inflation élevés, des prévisions selon lesquelles l'économie

canadienne allait demeurer près des limites de sa capacité et du caractère expansionniste de la politique monétaire.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

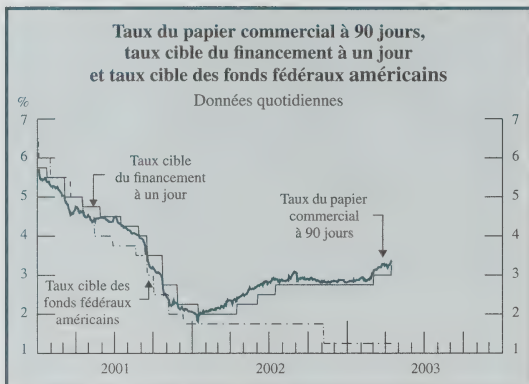
L'expansion de l'économie mondiale se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'octobre et dans la *Mise à jour* de janvier. Comme l'incertitude économique demeure un facteur important, la croissance de l'activité à l'échelle internationale restera probablement faible dans le proche avenir. Mais grâce à l'atténuation des inquiétudes d'ordre géopolitique, du recul sensible des prix du pétrole et de l'amélioration des conditions financières, les risques auxquels fait face l'économie mondiale sont maintenant mieux équilibrés.

L'analyse et les projections de la Banque demeurent fondées sur l'hypothèse d'un net redressement de la confiance à l'échelle mondiale d'ici la fin de l'année. Ainsi, même si la Banque prévoit que l'économie des États-Unis progressera moins rapidement que la production potentielle au cours des trois premiers trimestres de 2003, elle s'attend à ce que l'expansion dans ce pays affiche un rythme supérieur au taux de croissance potentiel vers la fin de l'année et tout au long de 2004. Le rétablissement de la confiance, l'orientation expansionniste de la politique monétaire, les réductions d'impôts et l'augmentation des dépenses au chapitre de la défense devraient soutenir l'activité économique. En somme, la Banque estime que le taux de croissance de l'économie américaine se situera, en moyenne annuelle, aux alentours de 2 1/2 % en 2003 et de 4 % en 2004.

La reprise est moins certaine dans les autres pays industrialisés, où la faiblesse de la demande intérieure est préoccupante.

Les risques de propagation du syndrome de détresse respiratoire aiguë (SDRA) ont également accentué l'incertitude.

Au Canada, la croissance de l'économie devrait se chiffrer à près de 2 1/2 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2003. Toutefois, à la faveur d'une reprise de l'activité aux États-Unis, elle devrait s'accélérer vers la fin de l'année et durant



tout 2004. Les exportations, qui avaient fléchi vers la fin de 2002 et au début de 2003, devraient se redresser, et on s'attend à ce que le gouvernement augmente sensiblement ses dépenses en biens et services. Sous l'impulsion d'une nouvelle amélioration des conditions financières, les dépenses d'investissement devraient aussi redémarrer. En outre, il est probable que les activités de forage classique de pétrole et de gaz naturel s'intensifieront, stimulées par les cours élevés du pétrole brut et du gaz. La dépense des ménages devrait également connaître une hausse solide, même si le rythme d'accroissement sera ralenti quelque peu par la réduction de la détente monétaire en place.

On s'attend finalement à ce que la croissance annuelle moyenne au Canada soit de l'ordre de 2 1/2 % en 2003. Pour 2004, la Banque projette un taux de croissance supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %. Cela signifie que la faible marge de capacités excédentaires qui est susceptible d'apparaître au cours des deux ou trois premiers trimestres de cette année aura en grande partie disparu avant la fin de 2004.

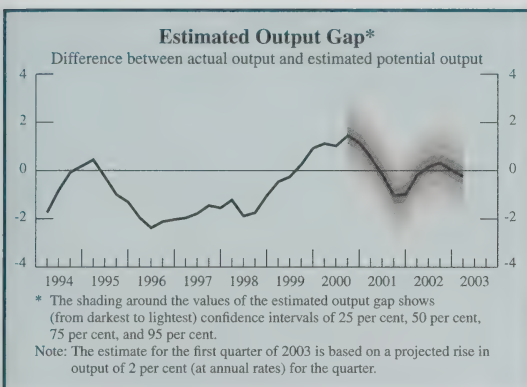
Compte tenu de la vigueur fondamentale que continue d'afficher la demande intérieure et de la reprise attendue de l'activité économique aux États-Unis vers la fin de 2003 et durant 2004, la Banque estime encore qu'il lui faudra réduire davantage le degré de détente monétaire à l'avenir pour ramener le taux d'inflation à la cible de 2 % et faire en sorte que la production demeure près des limites de la capacité.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir aux alentours de 3 % jusqu'au milieu de 2003. Toutefois, l'incidence combinée des facteurs ponctuels devrait décroître de façon sensible au deuxième semestre et s'être en grande partie résorbée d'ici le début de 2004. En outre, l'écart entre la demande et l'offre globales devrait exercer une légère pression à la baisse sur l'inflation au cours de la période considérée. La Banque s'attend donc à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à environ 2 1/2 % au second trimestre de 2003 et avoisine les 2 % dès le début de 2004.

Le taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient se situer en moyenne aux environs de 28 \$ É.-U. le baril dans les prochains mois, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se replier à près de 3 3/4 % au second trimestre. S'ils devaient descendre autour de 25 \$ É.-U. le baril vers le milieu de 2003 — ce qui serait conforme en gros aux prix des contrats à terme —, et si le dollar canadien devait se maintenir près des niveaux actuels, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber provisoirement, au premier semestre de l'an prochain, en dessous de celui de l'indice de référence, avant de se stabiliser à un niveau proche de celui-ci.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>



The overall annual CPI inflation rate reached a peak of 4.6 per cent in February, well above the 2 per cent inflation target. One important factor behind the jump in total inflation has been the sharp rise in the prices of gasoline, fuel oil, and natural gas. Fears of supply disruptions in the Middle East and elsewhere pushed energy costs higher, as did unusually cold weather in North America.

Measures of near-term inflation expectations have edged up. These include data from the survey of firms conducted by the Bank's regional offices and the average private sector consensus forecast. However, measures of longer-term inflation expectations continue to be centred around 2 per cent.

In light of the weakening global economic situation and economic, financial, and geopolitical uncertainties, the Bank of Canada kept its key interest rate unchanged on its October and December 2002 fixed announcement dates. The key policy rate was left unchanged again in January, although the Bank noted that higher-than-expected inflation could be a sign that the Canadian economy was closer to its level of full capacity than previously believed. On both the March and April announcement dates, the Bank raised its key policy

rate by 25 basis points, bringing it to 3.25 per cent. These decisions were taken against the backdrop of persistently high inflation rates, the expectation that the economy would remain near its capacity, and the stimulative stance of monetary policy.

Prospects for Growth and Inflation

The global economy continues to expand, but at a slower pace than projected in the *October Report* and the *January Update*. Given that economic uncertainty remains an important factor, global economic growth will likely remain subdued over the near term. But with geopolitical uncertainty lessening, world oil prices significantly lower, and financial conditions improving, the risks confronting the world economy are now better balanced.

The Bank's analysis and projections continue to be based on the assumption that global confidence will improve significantly by the end of the year. So, while growth in the United States is expected to be below the growth rate of that economy's potential over the first three quarters of 2003, it is projected to rise above potential towards the end of the year and through 2004. Improved confidence levels, along with stimulative monetary policy, tax cuts, and increased defence spending, should support activity. All told, the Bank expects that U.S. economic growth, on an annual average basis, will be about 2 1/2 per cent in 2003 and about 4 per cent in 2004.

The recovery is less certain in other industrialized countries, where weak domestic demand is a concern.

The possible spread of Severe Acute Respiratory Syndrome (SARS) has also increased uncertainty.

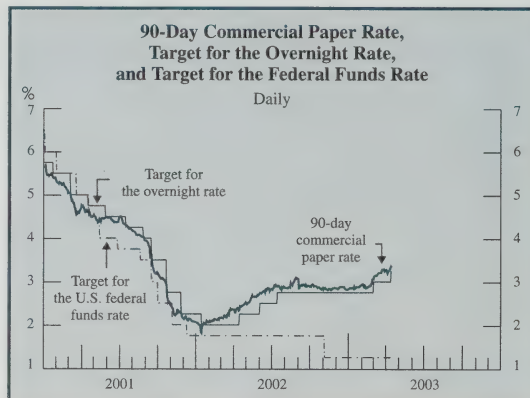
Canadian economic growth should average near 2 1/2 per cent

over the first three quarters of this year. But with a pickup in economic activity in the United States, growth in Canada should accelerate towards the end of the year and through 2004. Exports, which declined in late 2002 and early 2003, should recover, while government spending on goods and services is expected to increase solidly. With a further improvement in financial conditions, investment spending should also pick up. In addition, conventional drilling by the oil and gas sector should increase, in response to high prices for crude oil and natural gas. Household spending is expected to grow at a healthy rate, although this will be moderated somewhat by the withdrawal of monetary stimulus.

Average annual growth in Canada is expected to be about 2 1/2 per cent in 2003. Over the course of 2004, the Bank projects growth above the economy's 3 per cent growth of potential. This implies that most of the small amount of economic slack that is likely to open up over the first two or three quarters of this year will have closed by the end of 2004.

With domestic demand remaining strong and given the expected pickup in U.S. activity towards year-end and into 2004, the Bank continues to see the need for further removal of monetary stimulus over time to return inflation to its 2 per cent target and to maintain output levels close to capacity.

Core inflation is expected to remain near 3 per cent through mid-2003. However, the combined effect of one-off factors should decrease



significantly in the second half of this year and will likely have run its course by early 2004. In addition, the balance of aggregate demand and supply in the economy should be a source of slight downward pressure on inflation over the projection horizon. The Bank expects core CPI inflation to fall to about 2 1/2 per cent in the second half of this year, and to about 2 per cent by early 2004.

Total CPI inflation will continue to be importantly affected by swings in crude oil prices. If oil prices were to average about US\$28 per barrel in coming months, total CPI inflation would be expected to ease to about 3 3/4 per cent in the second quarter. If crude oil prices were then to settle down at about US\$25 per barrel by mid-2003, consistent with futures prices, and the Canadian dollar were to stay close to current levels, total CPI inflation would likely fall temporarily below the core rate in the first half of next year, before steadying out at a rate close to core inflation.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

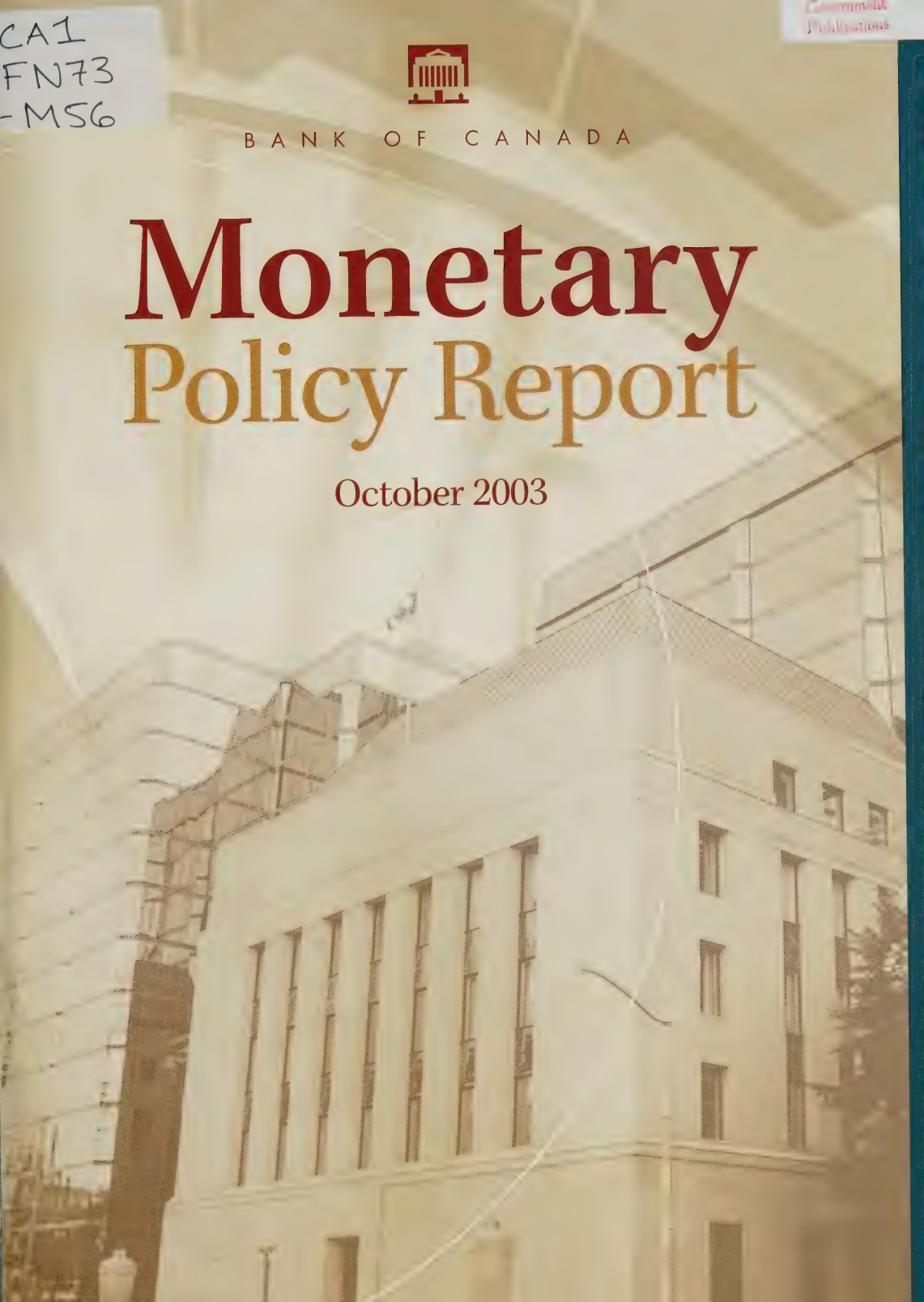
CA1
FN73
-MSG



BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

October 2003



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5111
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2003 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Mark Carney.*

No one can predict what kind of shocks our economy will face in the future, but we know that shocks will occur. What's important is that we have a robust economic and financial framework that allows us to deal with those disturbances and to seize opportunities as they arise. It is that strong framework that gives businesses and investors the confidence to take risks and to innovate.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada
10 September 2003*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	10
3. Financial Developments	16
4. The Outlook for Inflation	21
International background	21
Global imbalances	22
Aggregate demand and supply in Canada	23
Measures of inflation expectations	25
Other factors affecting inflation	26
Implications of money growth for inflation.	27
Inflation projection	28
Bibliography	30

Technical Boxes

1. Estimated Economic Impact of Recent Unusual Shocks	11
2. Recent Developments in Long-Term Interest Rates	20
3. The Sectoral Impacts of an Appreciating Canadian Dollar	24

1. OVERVIEW

In the April *Monetary Policy Report*, the Bank noted that inflation was well above its 2 per cent target and that short-term inflation expectations had edged up. Although inflation was being pushed up by special factors, particularly insurance premiums and energy costs, there were also signs that strong domestic demand was working to broaden price pressures. In April, we projected that Canadian economic growth would average 2 1/2 per cent in the first three quarters of the year and that core inflation would fall to 2 per cent by early 2004.

As it turns out, growth has been weaker than expected and is now likely to average just over 1 1/2 per cent in the first three quarters of the year. So the Bank now estimates that there is more slack in the economy than was projected in April. Moreover, the decline in core inflation occurred earlier, and has been more pronounced, than we had projected. As well, virtually all measures of inflation expectations have decreased since April.

This drop in core inflation reflected several unforeseen developments over the last six months. These include broad-based weakness in the prices of goods, such as automobiles and clothing, substantial reductions in the prices of tourism-related services owing to the outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS), and a slightly faster easing of pressures from insurance premiums. The substantial fall in the value of the U.S. dollar added to the weakness in goods prices in Canada. The Canadian dollar has averaged 72 1/2 cents U.S. since the July *Monetary Policy Report Update*, a sharp increase from the 69-cent level reached at the time of the April *Report*.

It now appears that core inflation will stay below 2 per cent until mid-2005, reflecting the excess supply in the economy, more moderate rises in insurance premiums, and the remaining impact of the past appreciation of the Canadian dollar.

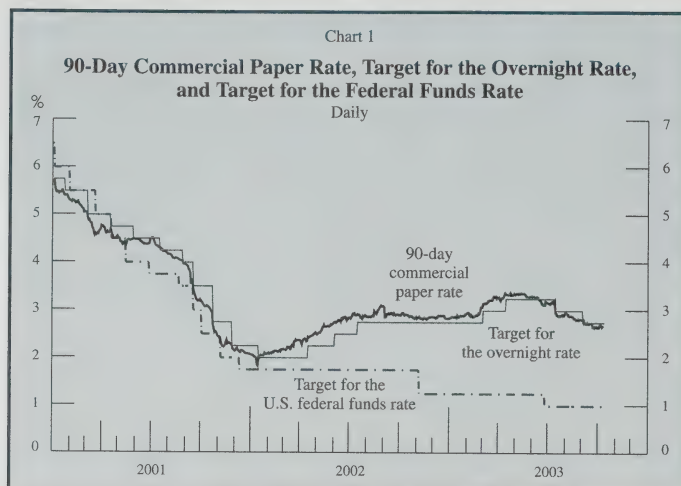
Against this background, the Bank has reduced its target for the overnight rate by a total of 50 basis points since the April *Report*, bringing it to 2.75 per cent (Chart 1). This action was taken to support a return to levels of economic activity consistent with an overall balance between supply and demand, with the aim of bringing inflation back to the 2 per cent target over the medium term.

Despite a weak second quarter and additional third-quarter shocks, such as the power blackout in Ontario, there have been a

Developments in the target for the overnight rate since the April Report:

- 3 June — no change
- 15 July — down 25 basis points to 3.00 per cent
- 3 Sept. — down 25 basis points to 2.75 per cent
- 15 Oct. — no change

This report includes information received up to the fixed announcement date on 15 October 2003.



number of encouraging developments. Growth in final domestic demand has remained robust, and the adverse effects of some of the recent shocks are beginning to dissipate. The inventory adjustment, which began earlier this year, is largely complete. Global economic conditions have improved since the *April Report*, and recent data indicate that the anticipated recovery in the United States is taking place earlier and will be stronger than previously expected. Financial conditions are also supportive of growth.

The Bank continues to expect growth in the Canadian economy to strengthen during the fourth quarter of 2003 and through 2004. On balance, this expansion should be above the rate of potential growth, relying primarily on solid household spending and increased business investment. Stronger economic growth abroad should also boost foreign demand for Canadian goods and services, but this source of strength will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.

There are risks to this outlook related to the timing and magnitude of global demand, price, and exchange rate adjustments to economic imbalances. In particular, there is uncertainty both about the likely changes in key global exchange rates and about their effect on the Canadian economy. There is also uncertainty about the sustainability of U.S. growth beyond mid-2004. The Bank will closely monitor and assess the implications of all these global adjustments for output and inflation in Canada.

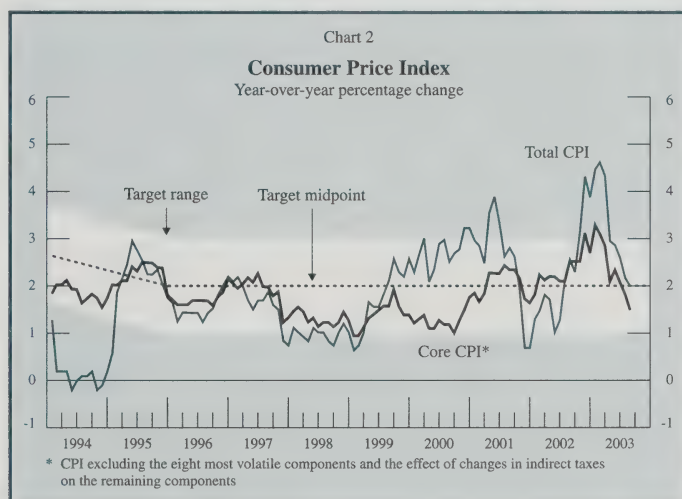
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Core CPI inflation has decreased considerably since February and in August was below the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI has fallen even more markedly, reflecting lower year-to-year increases in the prices of gasoline and fuel oil.

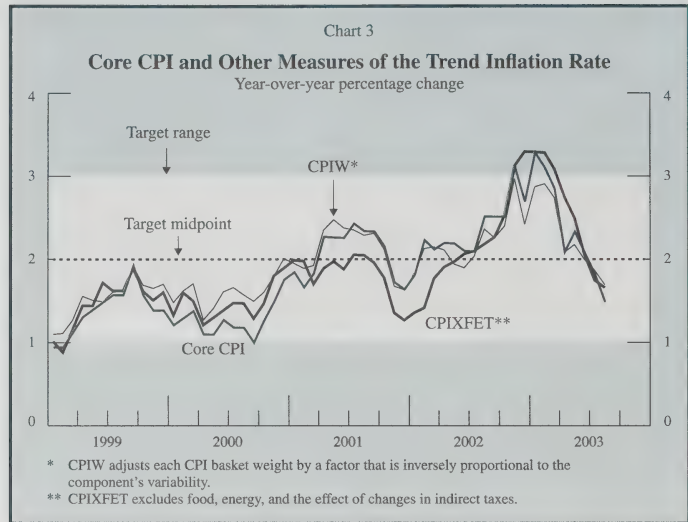
Inflation and the 2 per cent target

Core CPI inflation has come down faster than was projected in either the *April Report* or the *July Update* (Chart 2).¹ The core rate was 1.5 per cent in August, down from 3.1 per cent last February. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also decreased considerably and in August were very close to the core rate (Chart 3).

Core inflation has decreased considerably since February . . .



1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



At the time of the *April Report*, both core and total CPI inflation were well above the 2 per cent target. While one-off factors had contributed importantly to high inflation, there was evidence that some of the price pressures stemmed from robust domestic demand. The core rate of inflation was projected to remain above 2 per cent through 2003 and to move down to the 2 per cent target by early 2004, as the effect of one-off factors (such as the earlier large increases in insurance premiums) diminished. In fact, the core rate fell sooner and by more than anticipated.

This surprisingly early and sharp drop in core inflation has reflected a combination of unanticipated developments over the last six months: broad-based weakness in the prices of many goods, the adverse economic effects of an outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS) and of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE), and a slightly faster-than-expected unwinding of the one-off factors.

The most important of these unexpected developments was the degree of weakness in the prices of many durable and semi-durable goods, such as automobiles and clothing. The relative importance of the various factors behind this weakness is not entirely clear. Part of the downward pressure on these prices came from discounting by retailers in an effort to reduce an undesired inventory buildup. The downward pressures on import prices arising from declining world prices for many goods and from a rising Canadian dollar were also stronger than expected.

Substantial reductions in tourist spending, exacerbated by a temporary outbreak of SARS in the Greater Toronto Area, contributed

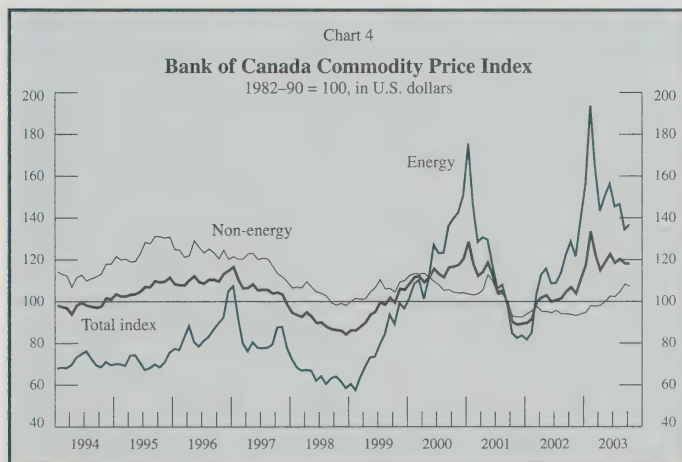
to considerable cutbacks in the prices of related services. As the adverse effects of SARS gradually unwind, these prices should return to more normal levels. Beef prices in Canada (at both the producer and consumer level) have also weakened in recent months with the buildup of supplies following the imposition of trade restrictions on Canadian beef by the United States and other countries.

Prominent among the one-off factors affecting core inflation have been substantial increases in the premiums for both automobile and home insurance. Over the past six months, increases in auto insurance premiums have been slightly lower than anticipated.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 2.0 per cent in August, down from 4.6 per cent in February. In addition to the factors acting to reduce the core rate, year-to-year increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil have eased considerably since February. On balance, crude oil prices have decreased since mid-March, although by less than we had expected in the last Report.

In contrast, prices of non-energy commodities have continued to move up (Chart 4). Indications of robust Asian demand and strengthening U.S. economic growth contributed to gains in the prices of base metals, while a combination of production curtailments (exacerbated by the forest fires in British Columbia this summer) and continued strong housing demand helped to boost lumber prices.

... as has the rate of increase in the total CPI.

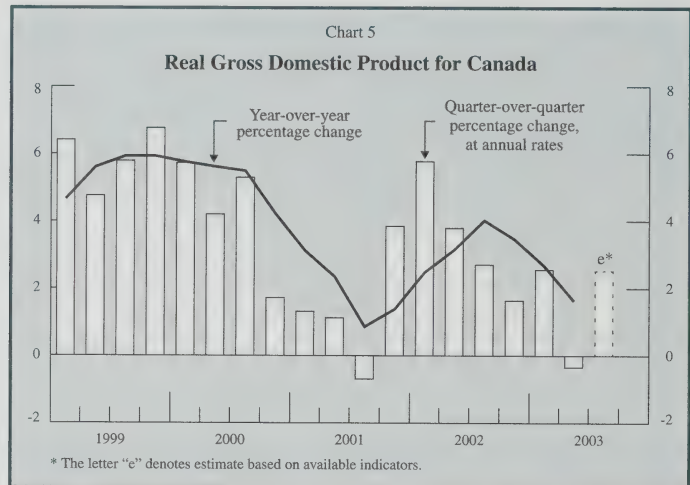


Factors at work on inflation

Aggregate demand

Canada's real GDP edged down in the second quarter...

Canada's real GDP advanced at a moderate pace in the first quarter of 2003 (Chart 5) but edged down at an annual rate of 0.3 per cent in the second quarter, a weaker result than had been expected in the last *Report*.² The most recent indicators for spending and activity suggest that economic growth resumed in the third quarter but remained slightly below potential at about 2 1/2 per cent.



... as firms sharply cut their rates of inventory investment.

An important factor behind the weakness of aggregate activity in the second quarter of 2003 was the unexpectedly sharp drop in inventory investment. After experiencing a considerable buildup of stocks early this year, retailers and wholesalers slashed their rates of inventory accumulation in the second quarter. A number of unusual shocks also acted to dampen economic activity in both the second and third quarters (Technical Box 1).

Nevertheless, a number of positive developments have provided underlying support to the economy. Growth in household spending has been robust, boosted by low interest rates (Chart 6). In particular, housing expenditures have remained strong, and housing prices have continued to increase. As well, capital spending by firms picked up in the first half of the year. A strengthening of the pace of economic expansion in the United States provided some support for Canada's exports.

2. Statistics Canada reported that there was more uncertainty than usual about the second-quarter estimate because of the difficulty of valuing trade flows amid the exchange rate volatility.

Technical Box 1

Estimated Economic Impact of Recent Unusual Shocks

Several unusual and temporary shocks have hit the Canadian economy since last February. These include SARS, bovine spongiform encephalopathy (BSE), the Ontario electricity blackout, and the severe forest fire situation in British Columbia. Overall, the Bank estimates that growth (expressed quarterly at an annual rate) was reduced by about 0.7 percentage points in the second quarter and by about 0.6 percentage points in the third quarter, as a result of the direct effects of these events. We have not tried to quantify the indirect effects. Given the temporary nature of these shocks, growth is expected to rebound in the fourth quarter.

Although the first documented case of SARS appeared in Canada on 23 February, the economic impact was most severe in the second quarter. Growing fear of the contagious and sometimes fatal disease contributed importantly to a decline in spending on tourism. Several sectors were seriously affected, such as air transportation, hotel and other accommodation, entertainment, bars and restaurants, and car rentals. Although expenditures by foreign tourists remain weak, domestic tourist spending has already shown signs of reviving.

The discovery of one case of BSE in Alberta on 20 May precipitated the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products. The resulting sharp and immediate drop in beef slaughter, processing, and related activities, dampened GDP growth in the second and third quarters. The recent partial lifting of import bans on beef products should have a slight positive impact on growth in the fourth quarter, although the continued ban on international shipments of live cattle will likely have a more persistent adverse effect.

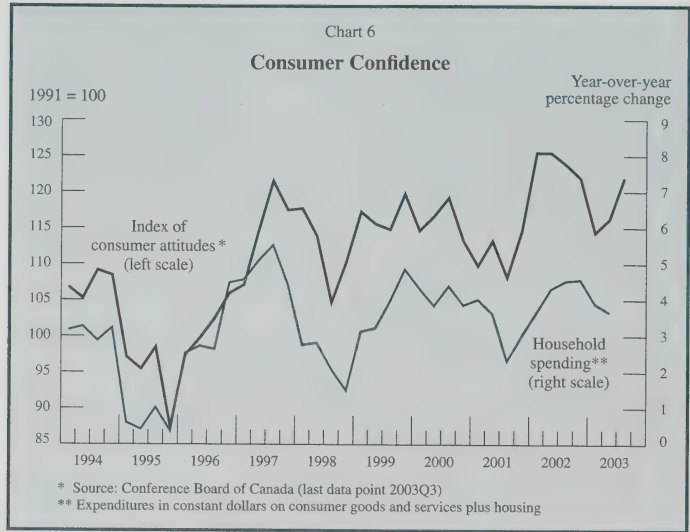
The blackout in Ontario on 14 August and the ensuing power restrictions through to 25 August caused a marked decline in production for a wide range of industries. The impact on GDP growth in the third quarter should be reversed in the fourth quarter, since production is expected to have returned to normal by then.

The recent forest fires in British Columbia have led to a drop in tourism spending and in logging and forestry activities in the region. In the near term, this should be roughly offset by increased government spending on fire fighting and reconstruction. However, there could be a small adverse effect on activity in British Columbia's forestry industry over the longer term as a result of the loss of timber resources.

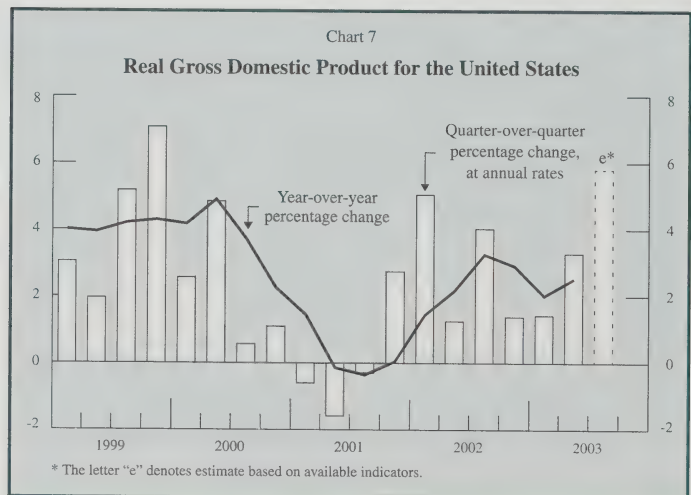
The combined negative impact of the shocks would be larger if they were to seriously erode consumer and business confidence. To date, however, indicators suggest that there has been little change, overall, in confidence.

Estimated Impact on Real GDP Growth
(Quarter-over-quarter percentage change at an annual rate)

	2003Q2	2003Q3	2003Q4
SARS	-0.60	+0.15	+0.25
BSE	-0.10	-0.30	+0.10
Ontario power outage	-	-0.40	+0.40
Total	-0.70	-0.55	+0.75



Economic activity in the United States gathered momentum in the second quarter of this year owing to solid gains in household and business spending, as well as a sharp increase in federal defence outlays (Chart 7). Recent data suggest that both consumption and investment are continuing to rise at a robust pace, supported by the easing in monetary and fiscal policy and a reduction in uncertainty. Thus, the near-term outlook has improved substantially since the last *Report*. Real GDP growth is expected to be around 5 3/4 per cent in the third quarter.



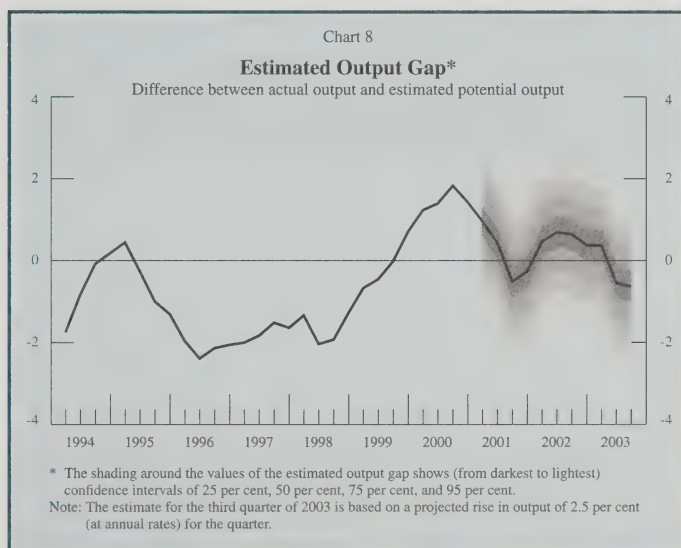
Estimated pressures on capacity

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity fell below production capacity in the second and third quarters of this year (Chart 8).

Several indicators are consistent with the view that slack has developed since early 2003. Capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector eased in the second quarter of 2003. The unemployment rate has risen, and, in the regular survey conducted by the Bank's regional offices, the proportion of firms reporting labour shortages has fallen below its average of the last four years. The relatively low rates of wage increases are further evidence of excess supply in labour markets. And measures of the trend rate of inflation have been lower than expected.

On balance, it is the Bank's view that the economy is currently operating with somewhat more slack than its conventional measure of the output gap would suggest. In particular, with the actual labour force participation rate continuing to rise through September, it is likely that the trend component of the participation rate is higher than assumed by the conventional measure. With this revised assessment of potential and the unexpected interruption in economic growth in the second quarter, the estimated amount of slack in the economy at mid-year is larger than was projected in the last *Report*.

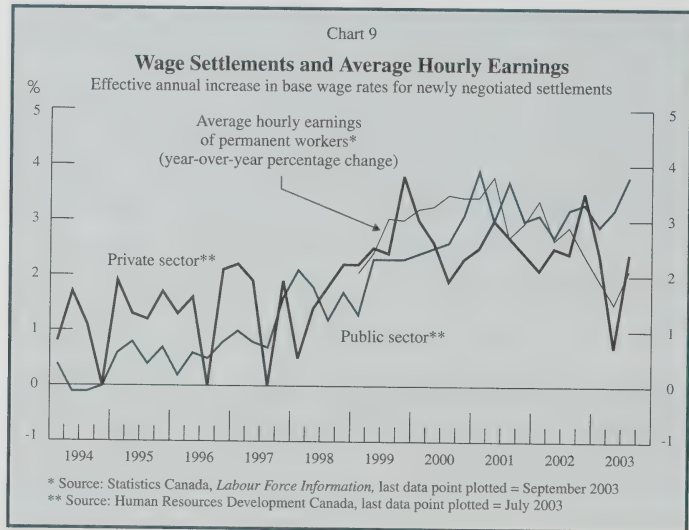
The level of economic activity in Canada fell below capacity in the second and third quarters by more than expected.



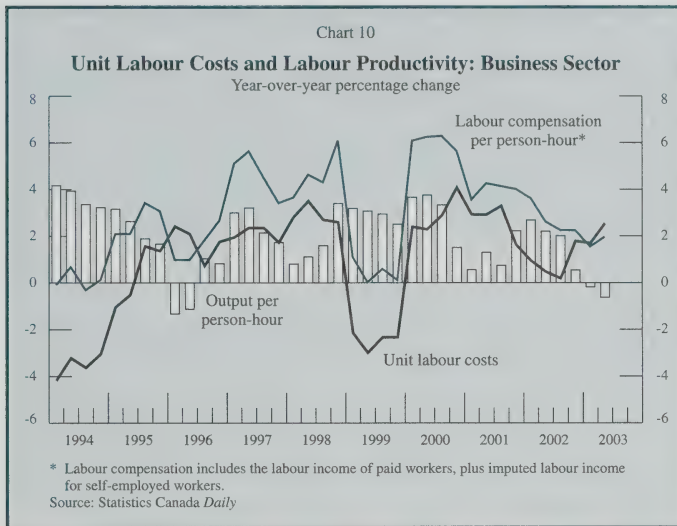
Costs and productivity

With a decrease in labour productivity, unit labour costs at mid-2003 were about 2.5 per cent higher than year-earlier levels.

Two broad-based measures of average labour compensation—the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector—both indicate that the underlying rate of increase in wages has been in a range of 1.75 per cent to 2.25 per cent since late 2002 (Charts 9 and 10).³ However, with a decrease in productivity over the last year, unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2003 were about 2.5 per cent higher than year-earlier levels (Chart 10).



3. The marked reduction in the average annual wage increase in the unionized private sector in the second quarter of 2003 chiefly reflected the impact of Air Canada contracts that contained wage freezes and some wage reductions. The average annual wage increase in the unionized public sector in July 2003 was relatively high, but the number of employees covered by the new contracts was much lower than normal.



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Financial conditions have improved...

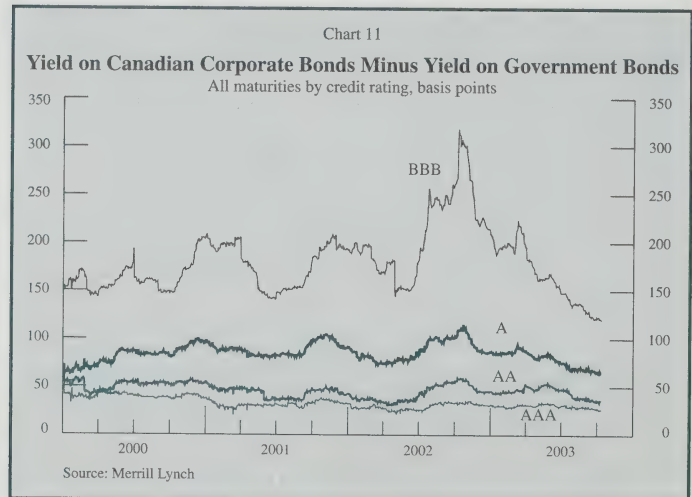
Financial conditions have generally improved since the April Report. Stock markets have rallied, corporate bond spreads have narrowed further, and the yield curve has steepened. The financial situations and profitability of banks in Canada have improved, a positive sign for future credit conditions. These developments provide a favourable environment for future economic growth. At the same time, prices in some markets have been quite volatile, reflecting changing views about global growth and uncertainty about the resolution of growing global imbalances.

... as stock markets have rallied...

Stock markets in Canada and the United States have been lifted by a combination of positive earnings and increasing confidence in a strong recovery. Volatility in these markets has remained low. Even with these improvements, equity issuance by non-financial firms in Canada is still low, but the issuance of income trusts has been strong and has become an important alternative source of financing for firms (King 2003).

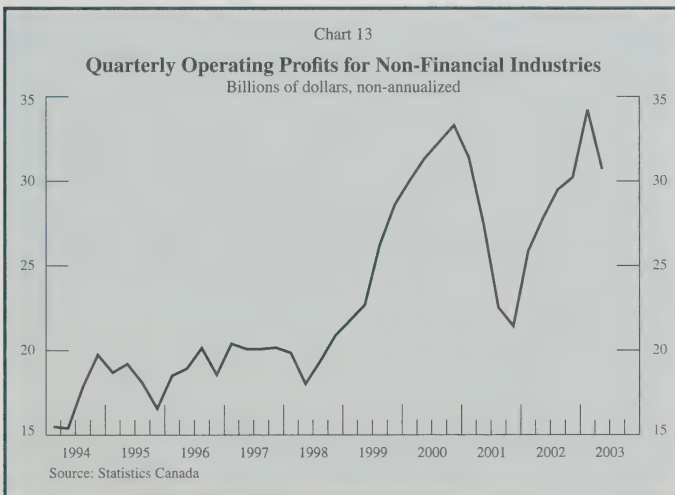
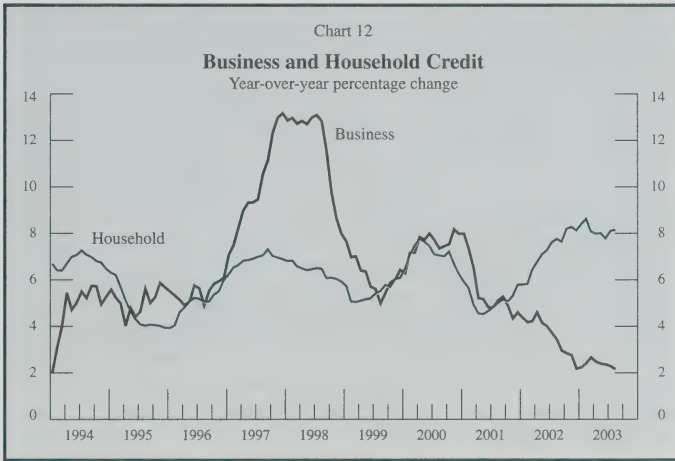
... and corporate bond spreads have narrowed further.

In the bond market, improving financial conditions have been reflected in a decline in the spread between the yields on corporate and government bonds for both investment-grade (Chart 11) and non-investment-grade firms. Measures of credit quality, such as the downgrade/upgrade ratio, have also improved, reflecting the efforts of firms to restructure their balance sheets and reduce debt. The markets were receptive to new bond issuance, which has been strong since the last Report.



Despite easier access to credit, growth in total business credit continues to be sluggish, reflecting weak demand (Chart 12). First, firms are waiting for clearer signs regarding the strength and sustainability of the recovery in the United States, and in the global economy generally, before undertaking major investment projects. Second, some firms are relying on internal funds to finance expenditures, since corporate profits have remained healthy despite the recent retreat from the record high level seen in the first quarter (Chart 13). Third, as firms have reduced inventories, short-term credit demand has fallen sharply.

Growth in business credit has remained sluggish...



... but growth in household credit has remained strong.

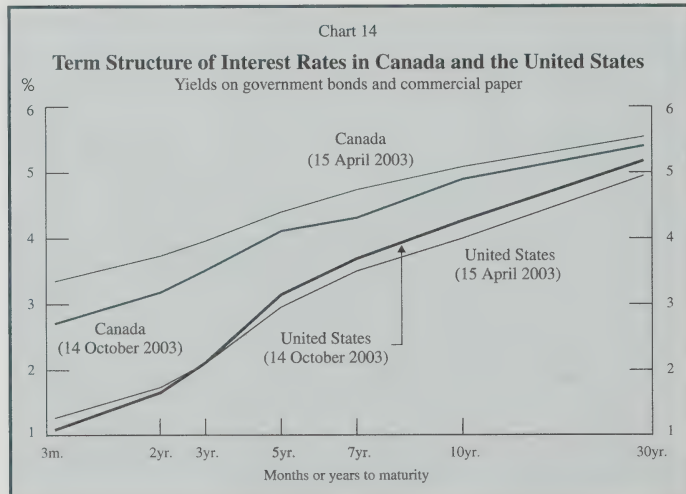
Interest rates across the term structure have fallen...

... and the Canadian dollar has risen further.

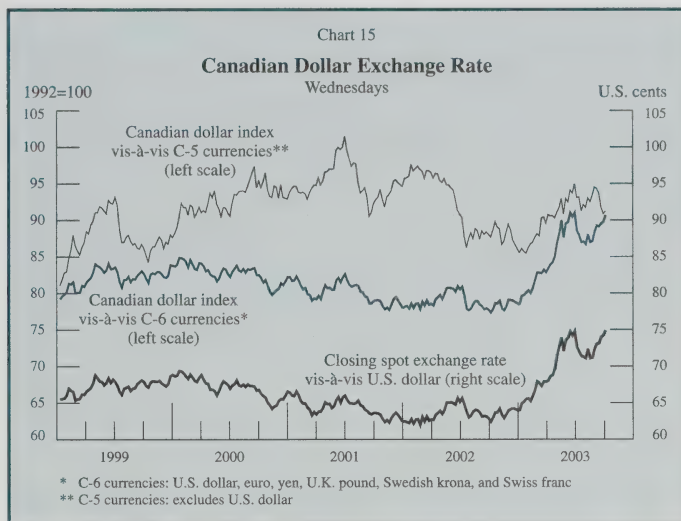
In contrast to business credit, growth in household credit, particularly mortgage credit, has remained strong. This reflects favourable credit conditions (particularly low mortgage rates) in addition to sustained, albeit more modest, income growth. Despite recent increases in mortgage rates, the estimated debt-service ratio remains below its average over the last decade. Furthermore, although households continue to accumulate debt, their balance sheets are still healthy, supported mainly by strong gains in housing prices.

Interest rates across the term structure have fallen in Canada since April, with a larger decline for short-term instruments, leading to a steepening of the yield curve (Chart 14). The lower level of short-term market interest rates reflects not only the lower policy rate, but also market expectations that short-term rates will stay low and stable for some time. Over the same period, medium- and longer-term yields have been subject to sharp swings, falling abruptly between April and June and rebounding as the outlook for global growth improved, led by increasing confidence in the U.S. economic recovery (Technical Box 2). These movements in bond yields have been a global phenomenon, most pronounced in the U.S. and Japanese markets.

Since reaching a three-year high of approximately 69 cents U.S. at the time of the last *Report*, the Canadian dollar has continued its sharp appreciation, rising above 75 cents in October (Chart 15). Like many currencies, the Canadian dollar was influenced by the broad-based weakness in the U.S. dollar over the period.



The Canadian dollar was further supported by rising commodity prices and the smaller amount of excess capacity in the Canadian economy than in the U.S. economy.



Technical Box 2

Recent Developments in Long-Term Interest Rates

Yields on longer-term bonds in Canada have been unusually volatile since April 2003, first falling to near-historic lows and then returning rapidly to previous levels. This movement followed that in other major markets, notably the U.S. Treasury market (see chart).

The decline in bond yields from April to June was caused mainly by three fundamental developments in the U.S. Treasury market: increasing concern about a continued fall in inflation, rising uncertainty surrounding the recovery of the U.S. economy, and growing speculation that the Federal Reserve would resort to direct intervention in the bond market. These influences caused yields on longer-term U.S. bonds to fall dramatically, reaching historic lows on 13 June. Given the relatively close linkages between G-7 debt markets, yields in other bond markets followed. Technical factors also played a role. The rapid decline in interest rates generated a large amount of mortgage refinancing. Holders of mortgage-backed securities then implemented hedging strategies that resulted in higher demand for government bonds and, hence, lower yields. To mitigate the appreciation of their currencies in this climate, some foreign central banks purchased substantial amounts of U.S.-dollar reserves, investing them in U.S. government debt.

A key factor in reversing this downward trend in bond yields came on 25 June, when the FOMC lowered the target for the federal funds rate by 25 basis points rather than the 50 basis points that the market had expected. Markets interpreted the accompanying press release as relatively optimistic for the U.S. economic outlook, reducing the likelihood of any unorthodox policy. Yields on longer-term bonds began to rise sharply, and some of the same technical factors that had exacerbated the decline in yields now worked in the opposite direction, leading yields to overshoot on the up side. Broadly improving economic circumstances in the United States and Japan, as well as the increase in expected U.S. government budget deficits, signalled in the 15 July Budget Review, also pushed government bond yields higher. Yields have subsequently moved back towards the levels that prevailed in early 2003.

In Canada, signs of slowing economic activity and lower policy rates over the summer have tempered the rise in yields on longer-term bonds, leading to a substantial tightening in Canada-U.S. interest rate spreads. The difference between yields on Canadian and U.S. 10-year bonds contracted from approximately 130 basis points in mid-May to about 55 basis points in mid-October, which is now well within the normal historical range.

Yield on U.S. and Canadian 10-Year Bonds



Source: Bloomberg

4. THE OUTLOOK FOR INFLATION

International background

Global economic conditions have brightened since the April *Report*, supported by monetary and fiscal stimulus. While geopolitical uncertainty has waned, growing imbalances in the global economy pose their own challenges.

In the United States, economic prospects have improved since the July *Update*, and short-term risks to the outlook for growth now seem better balanced. U.S. economic activity is projected to increase at a rate significantly above the economy's growth potential in the second half of the year, boosted by tax rebates to households and an upswing in business spending. Continued stimulative monetary and fiscal policies and the past depreciation of the U.S. dollar should support the economic expansion into 2004. Sustained domestic demand should encourage business to restock. On an average annual basis, real GDP is projected to increase by about 2 3/4 per cent in 2003. This is more than was projected in both the last *Update* and the April *Report* and reflects the apparent revival in business confidence and spending. The Bank expects that U.S. economic activity will pick up to a rate of about 4 per cent in 2004, which is similar to expectations at the time of the April *Report* and July *Update*, and assumes in its base case that output will continue to grow above the rate of growth of potential in 2005. The projection for 2003 is slightly higher than the most recent average private sector consensus forecast, while that for 2004 is similar.

In the euro area, domestic demand remains weak. On an average annual basis, the Bank projects economic growth in the euro area of about 1/2 per cent in 2003, rising to about 1 1/2 per cent in 2004.

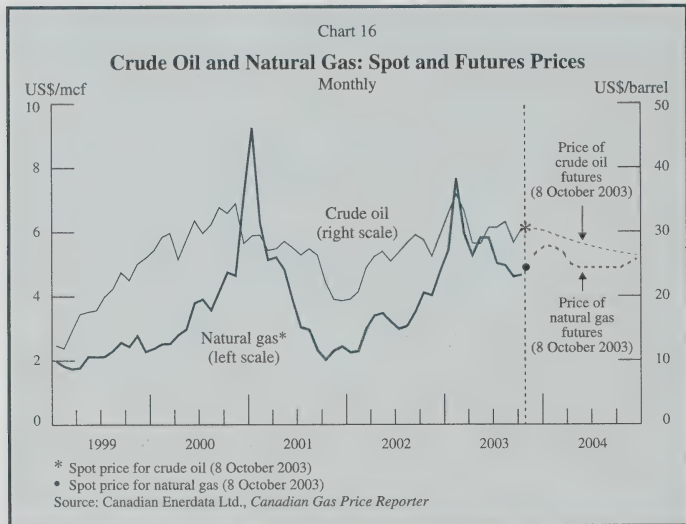
Led by robust growth in China and India, the emerging Asian economies are expected to register the fastest rate of expansion of any world region this year and next. Although the SARS outbreak has affected many countries in the area, its economic impact was limited, and local activity is returning to normal. In Japan, economic momentum appears to be picking up more rapidly than was assumed, as strengthening demand in the rest of Asia provides a boost to Japanese exports. Structural difficulties persist, however, and this suggests that growth will likely remain moderate over the near term. A 2 3/4 per cent expansion in the Japanese economy is projected in 2003, followed by growth of about 1 1/2 per cent in 2004.

Global economic conditions have brightened . . .

. . . and short-term risks to the U.S. outlook now seem better balanced.

U.S. growth is expected to average about 2 3/4 per cent in 2003 and pick up to about 4 per cent in 2004.

The expected strengthening in the pace of global economic expansion and robust demand in a number of Asian economies should contribute to further increases in the U.S.-dollar price of non-energy commodities in 2004. Crude oil prices, on the other hand, are assumed to ease to about US\$27 per barrel next year and remain there in 2005, based on the assumption of a continued gradual recovery in Iraqi oil production. Natural gas prices are expected to remain near their current levels in coming months. These assumptions are close to current market expectations (Chart 16).



Global imbalances

Risks associated with global imbalances remain.

Although a global economic recovery appears to be underway, some risks associated with global imbalances remain.

Because of various factors, including stronger growth in the United States than elsewhere in recent years, external imbalances have widened. The correction of these imbalances will require a relative slowing of domestic demand in the United States and a strengthening of demand elsewhere. And this will require some further significant adjustments in real exchange rates among currencies in industrial and emerging-market countries. In view of the amount of excess supply in the global economy, such correction must take place alongside a strengthening of global demand.

Meanwhile, growing fiscal indebtedness in many countries is absorbing an increasing portion of global savings. At some point in the medium term, this could lead to higher-than-normal real interest rates, which would crowd out private investment. Eventually, fiscal consolidation will be required to ensure fiscal sustainability. This will be especially important in industrial countries where an aging population will affect longer-term fiscal positions.

Aggregate demand and supply in Canada

Current conditions bode well for stronger growth in the Canadian economy. The economic rebound in the United States appears to be stronger than previously anticipated, and recent indicators of Canadian household spending have also been more buoyant than expected. Overall, economic growth is projected to average close to 3 1/4 per cent in the second half of this year. This outlook also incorporates expectations of a gradual improvement in the level of travel to Canada by foreigners, as well as the effect of a partial lifting of the ban on exports of Canadian beef products. Some rebound in activity is therefore expected in industries that have been adversely affected by SARS and BSE (Technical Box 1).

The rate of economic growth is projected to remain above that of production capacity through 2004 such that the slack that developed in the economy this year will be absorbed by early 2005. Because the boost to Canadian exports from the anticipated continuing recovery in the U.S. economy will be dampened by the earlier appreciation of the Canadian dollar (Technical Box 3), much of the growth in aggregate demand will have to come from domestic sources. Household spending is expected to rise at a moderate pace, supported by continued monetary stimulus. Business investment should grow strongly with the evidence of a strengthening U.S. economy, the recent improvement in financial conditions, the recovery in business confidence, and the lower costs of imported machinery and equipment arising from the increased value of the Canadian dollar against the U.S. dollar.

This outlook implies real GDP growth, on an average annual basis, of about 2 per cent in 2003 and 3 1/4 per cent in 2004. While lower than that shown in the *April Report*, the projection for 2003 is the same as that in the *July Update*. The projections for both 2003 and 2004 are roughly similar to the most recent average private sector consensus forecasts.

This economic outlook is consistent with modest increases in employment to the end of 2004, given a likely robust pickup in labour productivity growth over this period.

Conditions are in place for stronger economic growth in Canada.

Growth is expected to average about 2 per cent in 2003 and to outpace the economy's production potential during 2004.

Technical Box 3

The Sectoral Impacts of an Appreciating Canadian Dollar

Canada's floating exchange rate is an important mechanism that allows the Canadian economy to adjust to economic developments. These can include movements in relative world prices, changes in capital flows, or divergent economic conditions across countries. The overall effect on the aggregate economy of a change in the exchange rate will depend on the underlying forces behind the movement, and on the persistence of the change. Although it is difficult to assess with certainty, the recent appreciation of the Canadian dollar likely reflects a number of factors. Among them are the broader multilateral adjustment in the U.S. real exchange rate, the rise in commodity prices, and the relative cyclical positions of the Canadian and U.S. economies.

Everything else held equal, an appreciation of the Canadian dollar reduces the demand for Canadian-produced traded goods and services. The extent of this impact varies across sectors, depending on exposures to international trade. Industries that are highly export oriented or that face strong foreign competition in their domestic markets would tend to be most affected by the appreciation. In contrast, industries that rely on imported inputs would benefit from lower production costs. The use of currency hedging, supply agreements, and sales contracts, together with the extent to which firms absorb the effect of the appreciation in their profit margins, may temporarily lessen the effects on trade.

Dion (1999-2000) computes the net exposures of various sectors to international trade. That exposure is calculated by adding the proportion of production that is exported and the extent of import competition, and subtracting the share of imported inputs in production.¹ He finds that net exposures to trade vary considerably across industries. It is relatively high in primary sectors, such as mining, crude oil, natural gas, and forest products, as well as in high-tech manufacturing industries, such as machinery, electrical, and electronic products. On the other hand, it is relatively low in several other primary industries, in construction, in services, and in certain manufacturing industries, such as food, beverages, tobacco, printing and publishing, and refined petroleum products.

Thus, the recent appreciation of the Canadian dollar will have a dampening effect on exports of Canadian goods and services and will shift activity towards domestic demand.

Estimates of Trade Exposures for Selected Industries

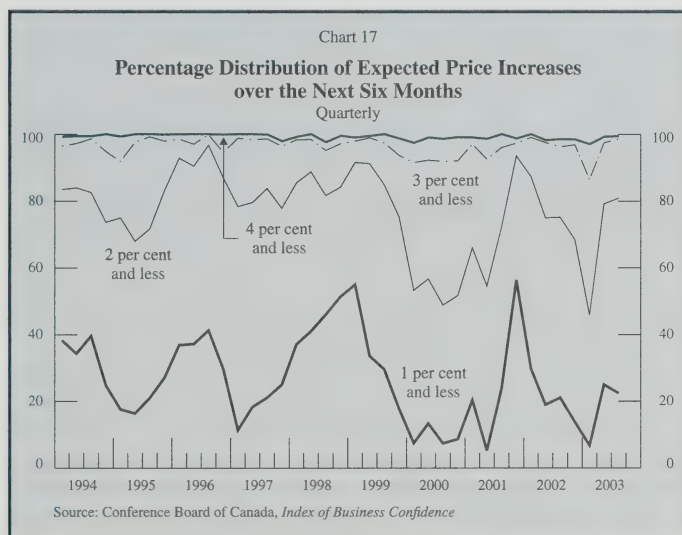
Industry (1996)	Export orientation (1)	Imported inputs in production (2)	Import competition (3)	Exposure (1) - (2) + (3)
Crude oil and natural gas	0.57	0.03	0.37	0.91
Paper	0.62	0.08	0.22	0.76
Machinery	0.77	0.27	0.86	1.36
Transportation equipment	0.84	0.43	0.37	0.78
Electrical products	0.76	0.29	0.78	1.25
Refined petroleum products	0.22	0.36	0.13	-0.01
Construction	0	0.12	0	-0.12

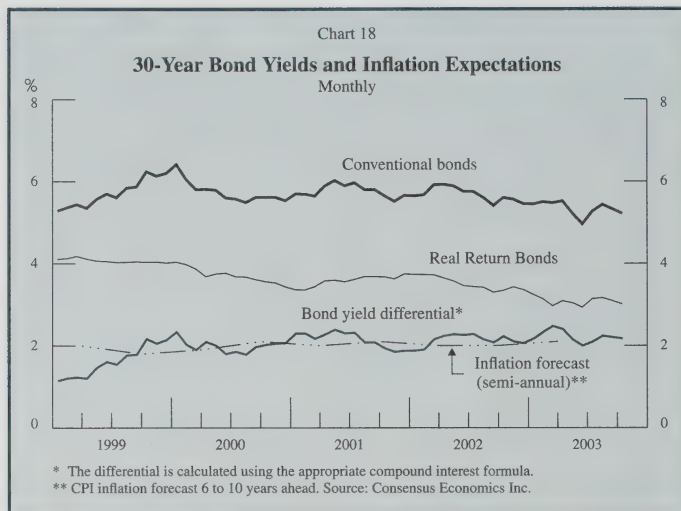
1. Dion uses input-output data in current dollars produced by Statistics Canada for 33 sectors over the 1961-96 period. Net exposure is calculated using the following operational definition of exposure: $EX = (X/O) - (M^I/O) + (M^C/C)$, where EX represents exposure, X is exports, O is gross output, M^I is imported inputs, M^C is imports of competing core products, and C is apparent domestic consumption of core products.

Measures of inflation expectations

Virtually all of the measures of inflation expectations that the Bank follows have decreased since mid-April, and all the medium- and longer-term measures are now close to 2 per cent. In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's autumn *Index of Business Confidence*, 81 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less (Chart 17). This proportion is up from 46 per cent last spring. In addition, the percentage of firms in the Bank's regional survey that expect CPI inflation to exceed 3 per cent on average over the next two years has fallen to 4 per cent in the most recent survey, compared with 26 per cent in the survey conducted near the start of 2003. While the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has edged down to 1.7 per cent, typical forecasts of longer-term inflation continue to be very close to 2 per cent. As well, the yield differential between 30-year conventional and Real Return bonds has, on balance, remained close to 2 per cent (Chart 18).

Virtually all measures of inflation expectations have decreased since mid-April.





Other factors affecting inflation

The effect of earlier large increases in insurance premiums on core inflation should continue to diminish.

The impact of earlier large increases in insurance premiums on core inflation is expected to continue diminishing into early 2004. Indeed, there is a strong possibility that auto insurance premiums will decrease markedly in a number of provinces in coming months, reflecting either legislated or proposed provincial government initiatives.

Price discounting in industries adversely affected by SARS should diminish in coming months as activity returns to more normal levels. Similarly, price discounting of goods should also diminish as retailers complete their inventory adjustment.

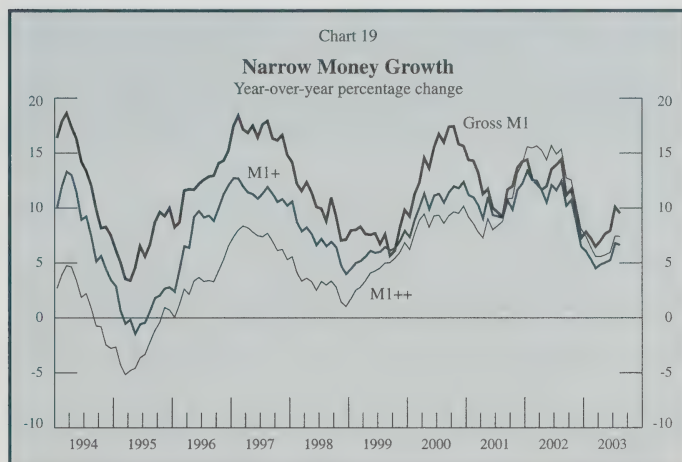
However, the recent substantial appreciation of the Canadian dollar is likely to be a continuing source of downward pressure on core inflation until the end of 2004—although there is considerable uncertainty about the extent of the pass-through of exchange rate movements to consumer prices. The effect is expected to be larger on total CPI inflation than on the core rate and is expected to be in the nature of a one-off price-level movement.

Increases in labour compensation are expected to move up slightly in 2004.

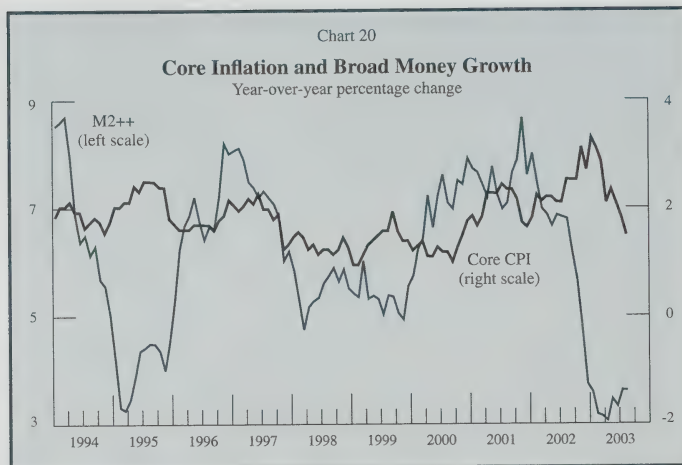
Increases in labour compensation are expected to move up slightly through 2004, as labour market conditions improve. Nevertheless, with labour-productivity growth likely to resume over this period, growth in unit labour costs is expected to move down somewhat below 2 per cent through 2004.

Implications of money growth for inflation

Growth in the narrow monetary aggregates—gross M1, M1+, M1++—has picked up appreciably since the last *Report*, following a temporary but pronounced slowdown earlier this year (Chart 19). This reflects a return in the demand for money from abnormally weak levels to levels that are consistent with the current low interest rate environment. Earlier this year, both households and firms were drawing down the precautionary balances amassed in 2002 in the face of weak equity prices, increasing financial turbulence, and rising geopolitical uncertainty.



Households continue to redistribute their investment portfolios, shifting from holdings of money-market and equity-based mutual funds towards fixed-term deposits and fixed-income mutual funds. The shift out of financial holdings and into real assets is also continuing, evidenced by the strength of the housing market over the last year. Despite this development, the growth rate of M2++ has picked up somewhat since the last *Report*, owing largely to the faster growth of the narrow money aggregates (Chart 20). With growth in M2++ firming, one downside risk to the inflation outlook has lessened.



Inflation projection

The amount of slack in the economy should be a source of some downward pressure on inflation over the projection horizon. The effect on core inflation of the earlier hikes in insurance premiums should continue to diminish. And the earlier substantial appreciation of the Canadian dollar should continue to put downward pressure on the core rate over the remainder of 2003 and through 2004.

On the other hand, the recent price discounting in a number of industries (e.g., tourism-related) and retail sectors is likely to moderate in coming months, as activity in these industries and retail inventories return to more normal levels.

Core inflation is expected to trough at just above 1 per cent in early 2004 . . .

. . . before moving back to about 2 per cent by mid-2005.

On balance, the core rate of inflation is expected to be just over 1 1/2 per cent over the remainder of 2003.⁴ As the effects of earlier large increases in insurance premiums fully dissipate, core inflation is projected to fall to just above 1 per cent in early 2004, before moving back towards the 2 per cent target. Core inflation is expected to return to 2 per cent by mid-2005 (Table 1). The downward pressure on inflation arising from slack in the economy should diminish as this slack is gradually absorbed through 2004.

Core inflation could be somewhat lower than projected over the next several quarters if some of the increases in auto insurance

4. Both core and total CPI inflation are expected to rise temporarily in December 2003 as a result of an echo effect associated with the first rebate on Ontario electricity prices in December 2002.

premiums are reversed. Indeed, if all the changes that have been publicly discussed were implemented soon, the core rate projected between the fourth quarter of 2003 and the third quarter of 2004 would be lower than in the base-case scenario shown in Table 1, by 0.2 to 0.3 percentage points. It should be noted that there is considerable uncertainty regarding the timing and magnitude of these possible reversals. These effects are essentially one-off shocks and, if seen as such, should have little effect on inflation expectations and the outlook for inflation in 2005.

Table 1
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003		2004			2005	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.6 (2.5)	1.6 (2.4)	1.2 (2.0)	1.6 (2.0)	1.7 (2.0)	1.9 (2.0)	2.0
Total CPI	2.1 (2.8)	1.7 (2.4)	0.9 (1.2)	1.4 (1.5)	1.5 (1.8)	1.8 (2.0)	2.0
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)							
WTI (level)	30 (27)	30 (25)	28 (25)	27 (25)	27 (25)	27 (25)	27

Figures in brackets are from the *April Report*.

Developments in the markets for crude oil will continue to have an important impact on the outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI (Chart 16). On the assumption that oil prices will ease to about US\$27 per barrel next year and remain there in 2005, total CPI inflation is projected to fall below core inflation in 2004 and to return to 2 per cent by mid-2005.

Total CPI inflation is likely to move below the core rate in 2004.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada. Various issues.
- Conference Board of Canada. 2003. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 2003. *Index of Consumer Attitudes* (September).
- Consensus Economics Inc. 2003. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.
- King, M.R. 2003. "Income Trusts—Understanding the Issues." Bank of Canada Working Paper No. 2003–25.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

- Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.
- _____. (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.
- _____. (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.
- Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada (diverses livraisons).
- Conference Board du Canada (2003). *Indice de confiance des entreprises* (automne).
- _____. (2003). *Indice des attitudes des consommateurs* (septembre).
- Consensus Economics Inc. (2003). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
- Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.
- Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
- King, M. R. (2003). « Income Trusts—Understanding the Issues », document de travail n° 2003-25, Banque du Canada.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248

adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Tableau 1 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres									
2003					2004				
Indice de référence	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
	1,6 (2,5)	1,6 (2,4)	1,2 (2,0)	1,6 (2,0)	1,7 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0	2,0	2,0
IPC global	2,1 (2,8)	1,7 (2,4)	0,9 (1,2)	1,4 (1,5)	1,5 (1,8)	1,8 (2,0)	2,0		
Hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$ E.-U. le baril)									
WTI (niveau)					30 (27)	30 (25)	28 (25)	27 (25)	27 (25)

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril.

Les cours du pétrole brut continueront d'avoir un effet marquant sur l'évolution du taux d'augmentation annuel de l'IPC global (Graphique 16). S'ils redescendent, comme nous le supposons, aux alentours de 27 \$ E.-U. le baril en 2004 et restent à ce niveau en 2005, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait tomber en deçà de celui de l'indice de référence l'année prochaine et remonter à 2 % d'ici le milieu de 2005.

Il est probable que le taux d'augmentation de l'IPC global descendra au-dessous de celui de l'indice de référence en 2004.

Les prévisions relatives à l'inflation

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie devrait exercer certaines pressions à la baisse sur l'inflation au cours de la période de projection. Par ailleurs, l'incidence des précédentes hausses des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer de fléchir, et l'appréciation substantielle qu'a connue le dollar canadien devrait continuer de tirer vers le bas le taux d'augmentation de l'indice de référence durant le reste de 2003 et l'ensemble de l'année 2004.

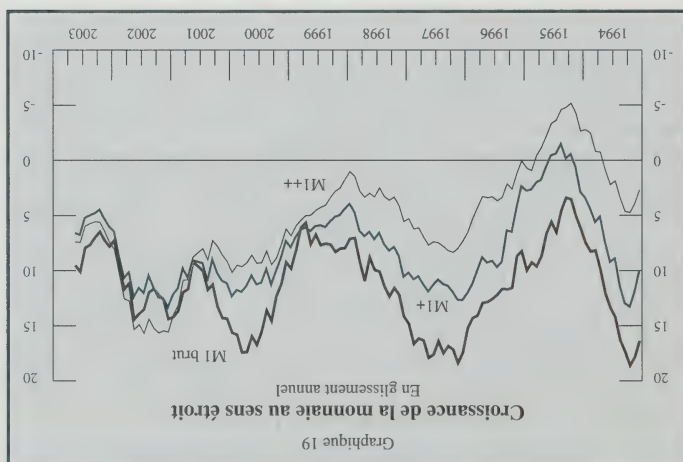
Par contre, les rabais pratiqués ces derniers temps dans un certain nombre de secteurs (par exemple, celui du tourisme) et certains segments du commerce de détail diminueront vraisemblablement au cours des prochains mois, à mesure que l'activité dans ces secteurs et les stocks des détaillants reviendront à des niveaux plus normaux.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre jusqu'à un niveau tout juste supérieur à 1 % au début de 2004...

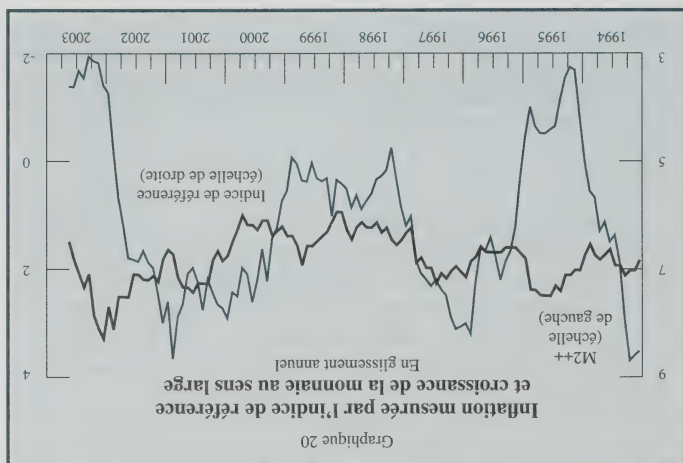
... puis elle devrait remonter à 2 % environ d'ici le milieu de 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait être un peu inférieure à cette projection au cours des prochains trimestres si le relèvement des primes d'assurance automobile est en partie annulé. De fait, si tous les changements dont il a été question publi- quement sont mis en œuvre sous peu, le taux d'augmentation de l'indice de référence prévu pour la période allant du quatrième tri- mestre de 2003 au troisième trimestre de 2004 pourrait être infé- rieur de 0,2 à 0,3 point de pourcentage à celui qui est indiqué dans le scénario de référence reproduit au Tableau 1. Il convient de préciser qu'une très grande incertitude plane quant au moment et à l'ampleur des baisses que pourraient connaître les primes en question. Ces baisses constitueraient essentiellement des chocs ponctuels qui, s'ils sont reconnus pour tels, devraient avoir peu d'incidence sur les attentes et les perspectives en matière d'infla- tion pour 2005.

4. L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait afficher en décembre 2003 une hausse momentanée due à l'effet d'écho de la première vague de réduction des prix de l'électricité en Ontario, survenue en décembre 2002.



Les ménages poursuivent le remaniement de leurs portefeuilles, préférant les dépôts à terme fixe et les fonds communs de place-ment à revenu fixe aux fonds communs du marché monétaire et aux fonds communs d'actions. Ils continuent également de délaisser les avoirs financiers au profit d'actifs réels, comme en témoigne la vigueur affichée par le marché du logement au cours de la dernière année. Malgré cette tendance, le taux de croissance de $M2++$ s'est redressé quelque peu depuis la parution du *Rapport d'avril*, à la faveur principalement de l'accélération de la croissance des agrégats monétaires au sens étroit (Graphique 20). La progression de $M2++$ se raffermissant, l'un des risques que l'inflation soit plus faible que projeté s'est amoindri.



Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'atténuer jusqu'au début de 2004. Il est fort possible du reste que les primes d'assurance automobile connaissent d'importantes réductions au cours des prochains mois dans certaines provinces, étant donné les projets envisagés par les administrations de ces dernières ou l'adoption de lois dans ce domaine.

Par ailleurs, les rabais accordés dans les secteurs ébranlés par la crise du SRAS devraient s'amoin­drir dans les mois à venir, à mesure que l'activité retournera à la normale. On s'attend à ce que les détaillants diminuent eux aussi leurs rabais à mesure qu'ils mènent à terme l'ajustement de leurs stocks.

Il est probable cependant que la vive appréciation enregistrée par le dollar canadien récemment continuera de pousser à la fin baisse l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'à la fin de 2004, quoique l'on ne connaisse pas très bien l'ampleur qu'aura l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation. Celle-ci se fera d'avan­tage sentir sur le taux d'accroissement de l'IPC global que sur celui de l'indice de référence et s'apparente à un mouvement ponctuel du niveau des prix.

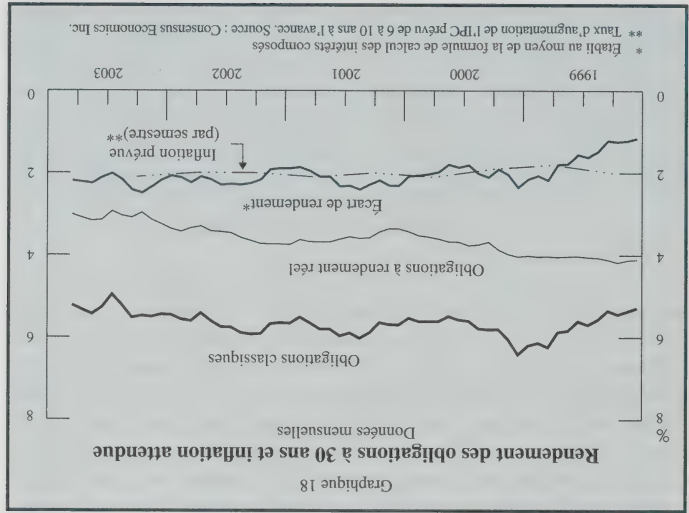
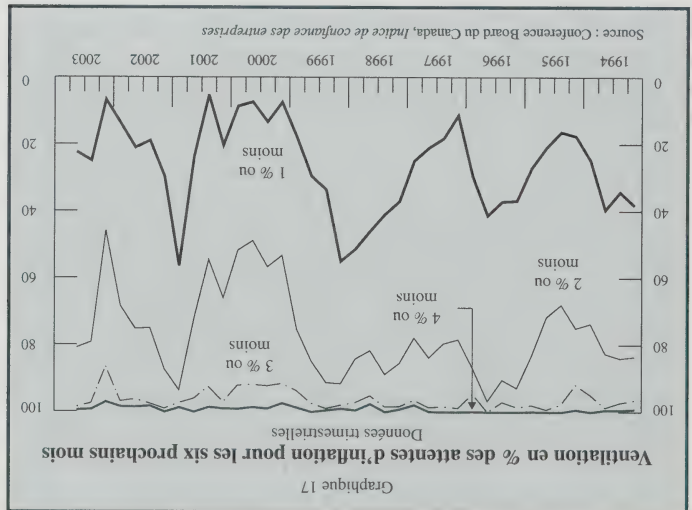
La rémunération devrait progresser un peu plus rapidement tout au long de 2004 grâce à l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Quoiqu'il en soit, compte tenu de la reprise anticipée de la croissance de la productivité du travail au cours de cette période, on prévoit que la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre descendra pour s'établir à un peu moins de 2 % l'année prochaine.

L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

Après s'être ralenti de façon temporaire, mais marquée, au début de 2003, le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit — M1 brut, M1+ et M1++ — s'est nettement accéléré depuis la parution du *Rapport d'avril* (Graphique 19). Cette évolution traduit le retour de la demande de monnaie, qui était anormalement faible, à des niveaux cadrant avec l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Plus tôt en 2003, les ménages et les entreprises avaient puisé dans les encaisses de précaution accumulées en 2002 face à la faiblesse des cours boursiers, à la turbulence accrue sur les marchés financiers et au climat géopolitique de plus en plus incertain.

Les effets de la forte hausse passée des primes d'assurance sur l'inflation mesurée par l'indice de référence continueront de s'atténuer.

La rémunération du travail devrait progresser un peu plus rapidement en 2004.



importés attribuable à la hausse du dollar canadien par rapport au

dollar américain.

Ce scénario implique une expansion du PIB réel de l'ordre de 2 % en moyenne en 2003 et de 3 1/4 % sur l'ensemble de 2004. Quoique inférieure à ce qui avait été projeté dans le *Rapport d'avril*, la prévision pour 2003 est la même que dans la *Mise à jour* de juillet.

Nos projections pour 2003 et 2004 sont semblables en gros à la moyenne des plus récentes prévisions du secteur privé.

Ces perspectives cadrent avec la réalisation de gains modestes au chapitre de l'emploi jusqu'à la fin de 2004, puisque la croissance de la productivité du travail devrait s'accroître nettement d'ici là.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille ont fléchi depuis la mi-avril, et tous les indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme sont maintenant proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du

Conférence Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'automne 2003 révèlent que 81 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 17). Quarante-six pour cent des répondants étaient de cet avis le printemps dernier. De plus, la proportion des entreprises sondées par les bureaux régionaux de la Banque qui s'attendent à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global dépasse 3 % en moyenne au cours des deux prochaines années se chiffrerait à 4 % récemment, contre 26 % dans l'enquête menée au début de 2003. Bien que le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 soit tombé à 1,7 %, les taux prévus à plus long terme continuent généralement de frôler les 2 %. En outre, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel est, dans l'ensemble, demeuré près de 2 % (Graphique 18).

Presque toutes les mesures des attentes relatives à l'inflation ont fléchi depuis la mi-avril.

Le taux de croissance moyen de l'activité devrait avoisiner 2 % en 2003 et dépasser celui de la production potentielle durant 2004.

Note technique 3

Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien

Le régime de changes flottants du Canada est un mécanisme important qui permet à l'économie canadienne de s'ajuster aux chocs, comme ceux découlant des fluctuations des prix relatifs mondiaux, des mouvements de capitaux ou de la divergence entre les conditions économiques de divers pays. L'effet global sur l'économie d'une variation du taux de change dépend des facteurs à l'origine de cette variation ainsi que de sa persistance. Bien que la part de chacun soit difficile à établir avec certitude, la récente appréciation du dollar canadien résulte probablement de plusieurs facteurs, dont l'ajustement multilatéral du taux de change réel du dollar américain, le renchérissement des produits de base et les positions respectives des économies canadienne et américaine dans le cycle.

Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du dollar canadien réduit la demande de biens et services échangeables produits au Canada. L'ampleur de cet effet varie entre secteurs, selon le degré d'ouverture au commerce international. Les secteurs à forte vocation exportatrice ou qui se heurtent à une vive concurrence étrangère sur leur marché intérieur tendent à se ressentir davantage d'une appréciation de la monnaie nationale. En revanche, les secteurs ayant recours à des intrants importés bénéficient d'une baisse de leurs coûts de production. Les entreprises peuvent atténuer provisoirement les retombées de l'appréciation sur le commerce extérieur en se protégeant par des contrats de couverture, d'approvisionnement ou de vente ou en les absorbant, dans la mesure où elles le peuvent, dans leur marge bénéficiaire.

Dion (1999-2000) calcule l'ouverture nette de divers secteurs aux échanges internationaux en ajoutant à la part des biens exportés celle des intrants importés dans la production¹. Il observe que cette ouverture nette varie beaucoup selon les secteurs. Elle est relativement élevée dans les industries primaires, telles que l'exploitation minière, pétrolière et gazière et l'exploitation forestière, et dans les industries manufacturières de pointe, qui fabriquent notamment des machines et des produits électroniques. Par contre, elle est relativement faible dans plusieurs autres branches du secteur primaire, la construction, les services et certaines industries manufacturières, dont celles se spécialisant dans l'alimentation, les boissons, le tabac, l'impression et l'édition, et les produits raffinés du pétrole.

La récente hausse du dollar canadien aura donc pour effet de freiner les exportations canadiennes de biens et services et de réorienter une partie de l'activité vers la satisfaction de la demande intérieure.

Estimation de l'ouverture nette au commerce international de différents secteurs				
Secteur (1996)	Part des produits exportés (1)	Part des intrants importés dans la production (2)	Part des produits concurrents importés (3)	Ouverture (1) - (2) + (3)
Pétrole brut et gaz naturel	0,57	0,03	0,37	0,91
Papier	0,62	0,08	0,22	0,76
Machines	0,77	0,27	0,86	1,36
Matériel de transport	0,84	0,43	0,37	0,78
Produits électriques	0,76	0,29	0,78	1,25
Produits raffinés du pétrole	0,22	0,36	0,13	-0,01
Construction	0	0,12	0	-0,12

1. Dion utilise les données publiées par Statistique Canada sur la valeur, en dollars courants, des intrants et extrants pour 33 secteurs, de 1961 à 1996. L'ouverture nette se calcule à l'aide de la formule suivante : $ouv_v = (x_v/o_v) - (m_v/o_v) + (m_v/c_v)$, où ouv_v représente l'ouverture, x_v les exportations, m_v la production brute, m_v les intrants importés, m_v les importations des principaux produits concurrents, et c_v la consommation intérieure apparente des principaux produits.

accélération dans le reste du monde. Elle nécessitera aussi de nouveaux ajustements importants des taux de change réels des monnaies des pays industriels et des pays à marché émergent. Vu l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie mondiale, un renforcement de la demande à l'échelle internationale devra accompagner la correction des déséquilibres.

Entre-temps, les niveaux d'endettement public croissants de nombreux pays absorbent une part grandissante de l'épargne mondiale. Cette situation pourrait, à moyen terme, faire grimper les taux d'intérêt réels à des niveaux supérieurs à la normale, et avoir ainsi un effet d'éviction sur l'investissement privé. Très tôt ou tard, ces pays devront redresser la barre afin de mettre fin au dérapage de leurs finances publiques. Cela est particulièrement important dans le cas des pays industriels où le vieillissement des populations aura une incidence sur les situations budgétaires à long terme.

La demande et l'offre globales au Canada

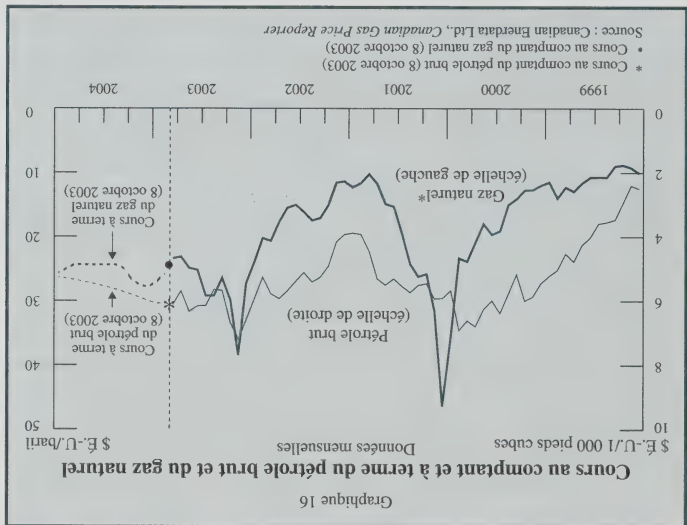
Les conditions actuelles laissent présager une accélération de l'expansion économique au Canada. En effet, la reprise aux États-Unis semble plus forte que ce qui avait été projeté, et les indicateurs récents témoignent aussi d'une plus grande vigueur que prévu de la dépense des ménages canadiens. Tout bien considéré, la Banque estime que la croissance économique atteindra près de 3 1/4 % en moyenne au second semestre de 2003. Ce pronostic tient également compte de l'augmentation graduelle attendue des voyages au Canada par des étrangers et de l'incidence de la levée partielle de l'embargo frappant les produits du bœuf canadiens. Une certaine reprise de la croissance est donc anticipée dans les industries dont l'activité a été freinée par les retombées du SRAS et de la maladie de la vache folle (Note technique 1).

On prévoit que la croissance de l'activité demeurera supérieure à celle de la capacité de production tout au long de 2004, de sorte que la marge de capacités excédentaires qui s'est dégagée cette année devrait s'être résorbée au début de 2005. Étant donné que la récente appréciation du dollar canadien freinera l'élan que la poursuite escomptée de la relance de l'économie américaine devrait insuffler à nos exportations (Note technique 3), une large part de l'essor de la demande globale devra provenir de sources intérieures. La dépense des ménages est appelée à croître à un rythme modéré grâce au maintien de la détente monétaire. Les entreprises devraient nettement augmenter leurs investissements en raison du renforcement manifeste de l'activité aux États-Unis, de la récente amélioration de la conjoncture financière, du regain de leur confiance et de la diminution des coûts des machines et du matériel

Les conditions propices à un renforcement de l'expansion économique au Canada sont réunies.

effet de stimuler les exportations nippones. Toutefois, des difficultés structurelles continuent de peser sur l'expansion, de sorte que celle-ci demeurera vraisemblablement modeste à court terme. L'activité au Japon devrait s'accroître de 2 3/4 % en 2003 et de 1 1/2 % environ en 2004.

Le raffermissement attendu de l'économie mondiale et la vitalité de la demande dans certains pays d'Asie devraient contribuer à faire de nouveau augmenter les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques en 2004. Par ailleurs, avec la reprise graduelle escomptée de la production de pétrole iraquien, on pense que les cours du pétrole brut redescendront vers les 27 \$ E.-U. le baril l'année prochaine et resteront à ce niveau en 2005. Quant aux cours du gaz naturel, ils devraient, durant les mois à venir, avoir à ner les niveaux auxquels ils se situent présentement. Ces hypothèses sont proches des attentes actuelles du marché (Graphique 16).



Les déséquilibres dans le monde

Bien que l'économie mondiale semble avoir redémarré, certains risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent de planer sur ses perspectives.

En raison de divers facteurs, notamment la croissance plus forte aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde au cours des dernières années, les déséquilibres des balances extérieures se sont creusés. La correction de ces déséquilibres requerra une ralentissement relatif de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis et une

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée depuis la parution du *Rapport d'avril*, à la faveur des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place. Si les incertitudes d'ordre géopolitique se sont estompées, il reste que les déséquilibres grandissants au sein de l'économie mondiale présentent des risques.

Les perspectives de croissance de l'économie américaine se sont embellies depuis la *Mise à jour de juillet*, et les risques pesant sur elles à court terme semblent mieux équilibrés qu'auparavant. On prévoit que l'activité chez notre voisin du sud progressera beaucoup plus rapidement que la production potentielle au deuxième semestre de 2003, sous l'effet des baisses d'impôts accordées aux ménages et d'un redressement de la dépense des entreprises. Le maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes et la dépréciation passée du billet vert devraient alimenter l'expansion économique au-delà de la fin de l'année. En outre, l'accroissement soutenu de la demande intérieure devrait inciter les entreprises à reconstituer leurs stocks. On prévoit donc que l'augmentation du PIB réel s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003, ce qui est supérieur aux projections formulées dans le *Rapport d'avril* et la *Mise à jour de juillet*. Cette correction à la hausse tient au rétablissement apparent de la confiance et de la dépense des entreprises. La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie américaine s'intensifie pour atteindre environ 4 % en 2004 — ce qui correspond à nos prévisions d'avril et de juillet — et elle suppose, dans son scénario de base, que la production continuera de croître plus rapidement que son potentiel en 2005. Pour 2003, notre projection est légèrement plus élevée que pour 2004.

La moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, mais, pour 2004, elle est comparable.

Dans les pays de la zone euro, la demande intérieure reste faible. Selon la Banque, la croissance de l'activité économique dans cette région se situera à 1/2 % environ pour l'année 2003, puis elle se rallierait aux alentours de 1 1/2 % en 2004.

À la faveur de la vive progression observée en Chine et en Inde, les économies émergentes d'Asie devraient afficher le taux d'expansion le plus robuste de toutes les régions du monde cette année et en 2004. Bien que l'épidémie de SRAS ait affecté bon nombre de pays asiatiques, ses répercussions économiques ont été limitées, et le niveau d'activité de la région revient à la normale. Au Japon, l'économie semble croître plus rapidement que prévu grâce au renforcement de la demande dans le reste de l'Asie, qui a pour

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée...

... et les risques à court terme pesant sur les perspectives de croissance de l'économie américaine semblent mieux équilibrés qu'auparavant.

On prévoit que la croissance de l'activité aux États-Unis s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de 2003 et qu'elle s'accroîtra pour atteindre environ 4 % en 2004.

Note technique 2

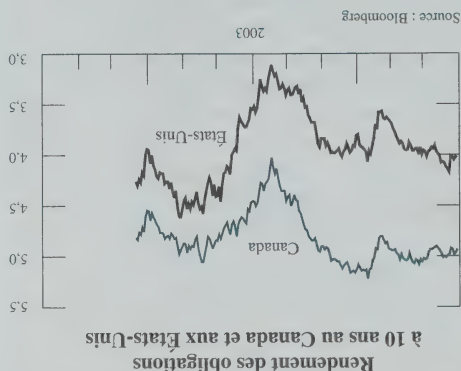
L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme

Le rendement des obligations à long terme au Canada a été inhabituellement volatil depuis avril 2003, tombant d'abord près de ses plus bas niveaux jamais enregistrés pour ensuite remonter rapidement à ceux où il se situait auparavant. Ce mouvement a suivi celui observé sur les autres grands marchés, notamment le marché des titres du Trésor américain (voir le graphique).

Le recul des rendements obligataires d'avril à juin tient surtout à trois phénomènes : la baisse de l'inflation se poursuivait, l'incertitude grandissante entourant la reprise de l'économie américaine et les conjonctures de plus en plus nombreuses quant à la possibilité que la Réserve fédérale intervienne directement sur le marché obligataire. Ces facteurs ont fait chuter considérablement le rendement des obligations américaines à long terme, qui a touché un creux historique le 13 juin. Vu les liens relativement étroits qui unissent les marchés des emprunts des pays du G7, les rendements sur les autres marchés obligataires ont suivi. Des facteurs techniques ont aussi été à l'œuvre. Le repli rapide des taux d'intérêt a donné lieu à un refinancement massif des prêts hypothécaires. Les détenteurs de titres hypothécaires ont alors déployé des stratégies de couverture qui ont engendré une demande accrue d'obligations d'État et, partant, une réduction des rendements. Afin de limiter l'appréciation de leur monnaie dans ce contexte, certaines banques centrales étrangères ont accumulé d'importantes réserves de dollars E.-U., qu'elles ont investies dans les titres du gouvernement américain.

Un élément déterminant dans le renversement de la tendance baissière des rendements obligataires a été la décision de la Réserve fédérale, annoncée le 25 juin, d'abaisser le taux cible des fonds fédéraux de 25 points de base au lieu des 50 points attendus par les marchés. Ceux-ci ont interprété le communiqué expliquant la décision comme plutôt optimiste quant aux perspectives économiques des États-Unis, y voyant une probabilité réduite que la Réserve fédérale ait recouru à des mesures exceptionnelles. Le rendement des obligations à long terme s'est dès lors mis à grimper et, certains des facteurs techniques qui avaient amplifié sa chute jouant maintenant en sens contraire, l'amélioration générale de la conjoncture économique aux États-Unis et au Japon ainsi que la hausse prévue des déficits publics américains, signalée dans l'examen du budget du 15 juillet, ont également fait monter les rendements des obligations d'État. Les rendements sont revenus depuis vers leurs niveaux du début de 2003.

Au Canada, les signes d'un ralentissement de l'achèvement et la diminution des taux directs durant l'été ont modéré la progression des rendements des obligations à long terme, ce qui a mené à un resserrement substantiel des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains. L'écart de rendement entre les obligations à 10 ans canadiennes et américaines est passé de quelque 130 points de base à la mi-mai à environ 55 points de base à la mi-octobre et se retrouve ainsi bien à l'intérieur d'une fourchette normale.

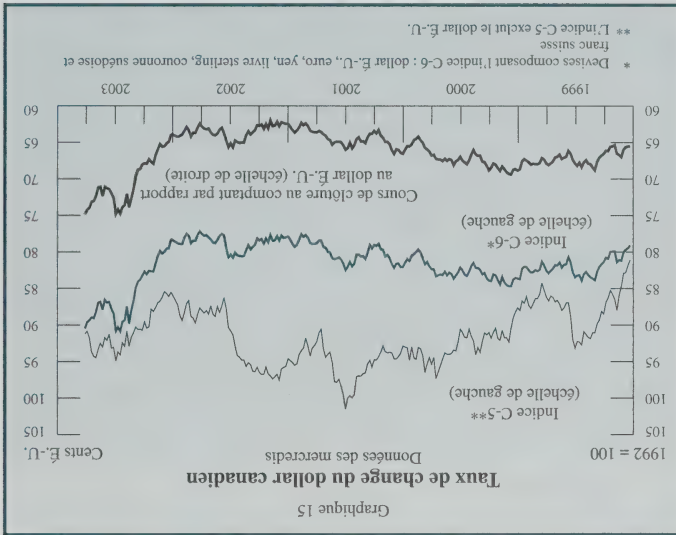


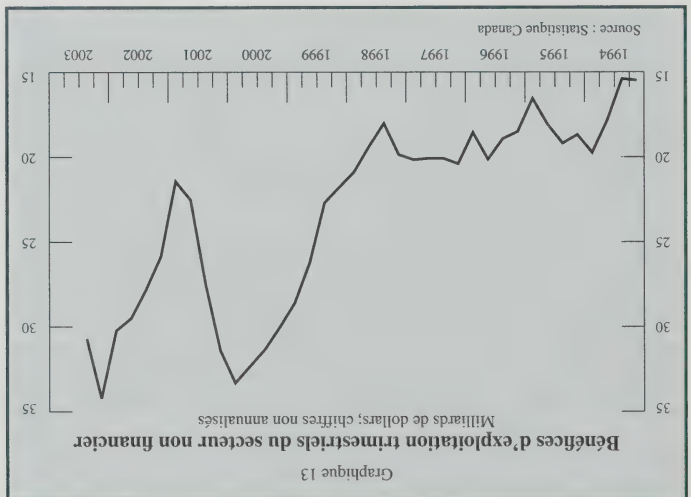
réductions du taux directeur, mais aussi au fait que les marchés s'attendaient à ce que les taux à court terme demeurent bas et stables pendant un certain temps. Au cours de la même période, les rendements à moyen et à long terme ont connu des fluctuations marquées, chutant brusquement entre avril et juin pour ensuite remonter à mesure que les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale s'amélioraient, à la faveur du regain de confiance dans la reprise économique aux États-Unis (Note technique 2). Ces variations des rendements obligataires ont été observées partout dans le monde et elles ont été particulièrement prononcées sur les marchés américain et japonais.

Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le dollar se situait à son plus haut niveau en trois ans, soit aux alentours de 69 cents E.-U. Il a depuis poursuivi sa forte remontée, atteignant plus de 75 cents E.-U. en octobre (Graphique 15). Comme c'est le cas pour de nombreuses devises, le cours de notre monnaie a été influencé par la faiblesse généralisée du dollar E.-U. durant cette période.

Le dollar canadien a également été soutenu par la hausse des prix des produits de base et le fait que la marge de capacités excédentaires était moins importante au Canada qu'aux États-Unis.

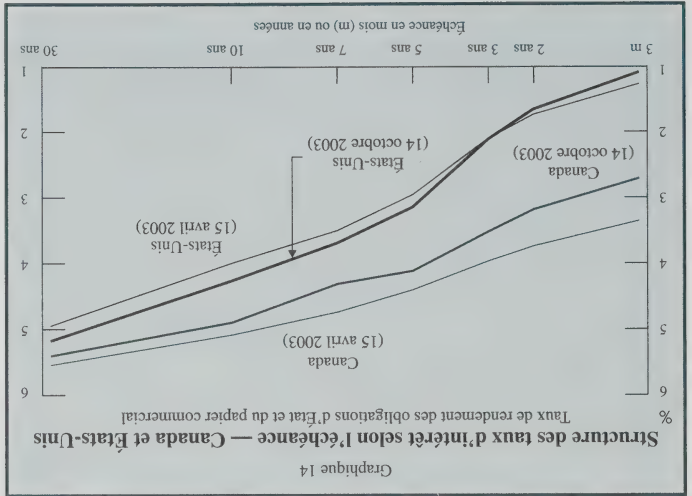
... et le dollar canadien a poursuivi sa remontée.

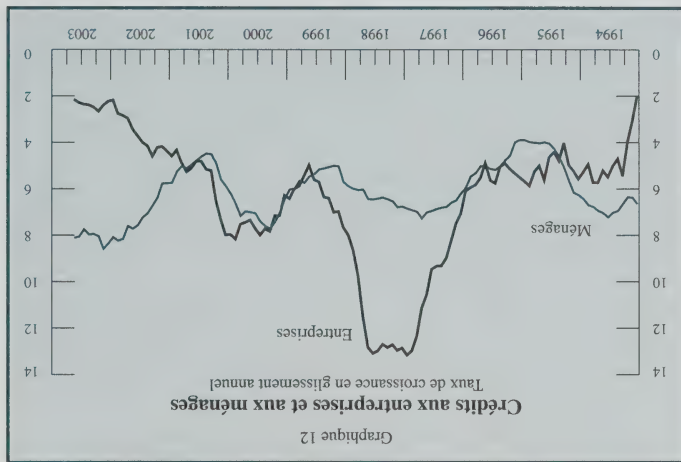




Depuis avril, les taux d'intérêt ont fléchi au Canada, et ce, pour l'ensemble des échéances. Le recul a été plus sensible dans le cas des instruments à court terme, ce qui a contribué à accentuer la pente de la courbe des rendements (Graphique 14). La baisse plus forte des taux du marché à court terme est liée non seulement aux

Les taux d'intérêt ont fléchi pour l'ensemble des échéances...





*La croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique...
... mais celle du crédit aux ménages est restée robuste.*

À la différence du crédit aux entreprises, le crédit aux ménages, en particulier le crédit hypothécaire, a vu sa croissance demeurer robuste. Cette situation s'explique par les modalités de crédit favorables (notamment les bas taux hypothécaires) et la progression soutenue, quoique plus modeste, des revenus. Malgré les récentes hausses des taux hypothécaires, le ratio estimatif du service de la dette reste inférieur à son niveau moyen des dix dernières années. En outre, bien que les ménages continuent de s'endetter, leurs bilans demeurent solides, grâce principalement au renchérissement marqué des maisons.

repliée.

par les entreprises, la demande de prêts à court terme s'est vivement (Graphique 13). Enfin, par suite de la réduction des stocks opérée par rapport au niveau record enregistré au premier trimestre bénéfices des sociétés sont restés élevés en dépit du récent recul elles, leurs dépenses à même leurs fonds autogénérés, car les des projets d'investissement majeurs. Certains financiers, quant à reprise aux États-Unis et à l'échelle internationale avant d'engager effet des signes plus clairs de la vigueur et de la durabilité de la baisse de la demande (Graphique 12). Les sociétés attendent en crédit aux entreprises continue d'être anémique, en raison de la faiblesse de la demande (Graphique 12). Les sociétés attendent en

Malgré l'accessibilité accrue du financement, la croissance du crédit aux entreprises continue d'être anémique, en raison de la faiblesse de la demande (Graphique 12). Les sociétés attendent en effet des signes plus clairs de la vigueur et de la durabilité de la reprise aux États-Unis et à l'échelle internationale avant d'engager des projets d'investissement majeurs. Certains financiers, quant à elles, leurs dépenses à même leurs fonds autogénérés, car les bénéfices des sociétés sont restés élevés en dépit du récent recul par rapport au niveau record enregistré au premier trimestre (Graphique 13). Enfin, par suite de la réduction des stocks opérée par les entreprises, la demande de prêts à court terme s'est vivement

la publication du *Rapport d'avril*.

nouvelles émissions d'obligations, dont le niveau reste élevé depuis nuer leur endettement. Les marchés se sont montrés réceptifs aux déployés par les entreprises pour restructurer leur bilan et diminuer leur endettement. Les marchés se sont montrés réceptifs aux nouvelles émissions d'obligations, dont le niveau reste élevé depuis

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les marchés boursiers se sont redressés, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont encore rétrécis et la pente de la courbe des rendements s'est accentuée. La situation financière et la rentabilité des banques au Canada se sont raffermies, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit. Tous ces facteurs fournissent un cadre propice à la croissance de l'activité économique. Parallèlement, les prix sur certains marchés ont été très volatils, en raison des points de vue changeants sur les perspectives d'expansion à l'échelle mondiale et du dénouement incertain des déséquilibres croissants entre pays.

Les marchés boursiers canadiens et américains se sont ressaisis sous l'action conjuguée des bénéfices réalisés et de la confiance grandissante dans une reprise vigoureuse. Par ailleurs, la volatilité sur ces marchés est demeurée faible. En dépit de ces progrès, le volume des émissions d'actions des entreprises non financières au Canada reste bas, à l'inverse de celui des émissions de parts des fiducies de revenu, qui sont devenues pour les entreprises une importante source additionnelle de financement (King, 2003).

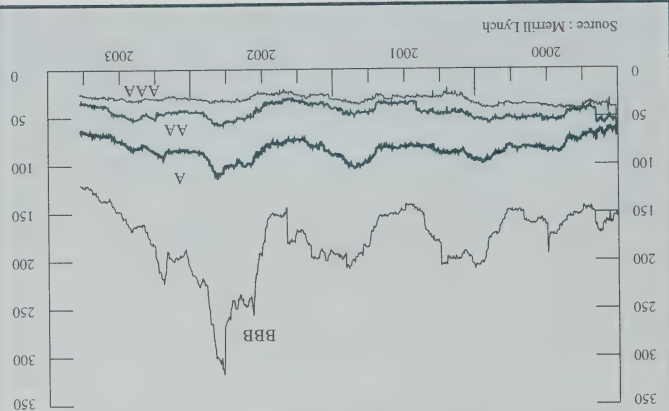
Sur le marché obligataire, l'amélioration des conditions financières s'est manifestée par un rétrécissement des écarts de rendement entre les obligations de sociétés et d'État, tant pour les placements bien cotés (Graphique 11) que pour les autres. La qualité du crédit, mesurée par exemple par le ratio des baisses de cote

BBB

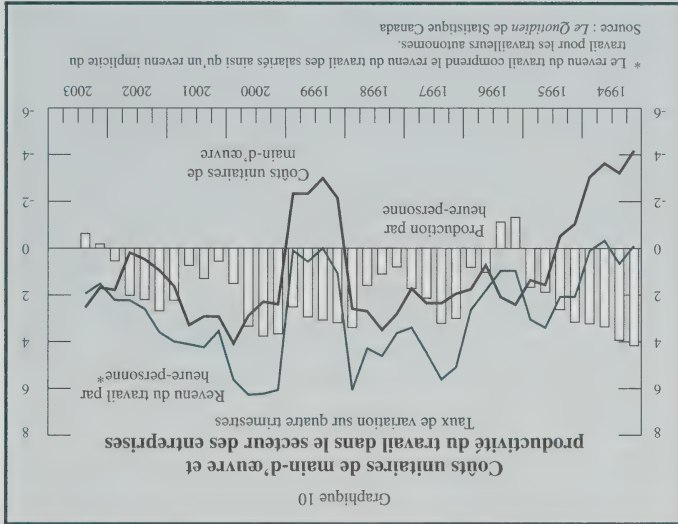
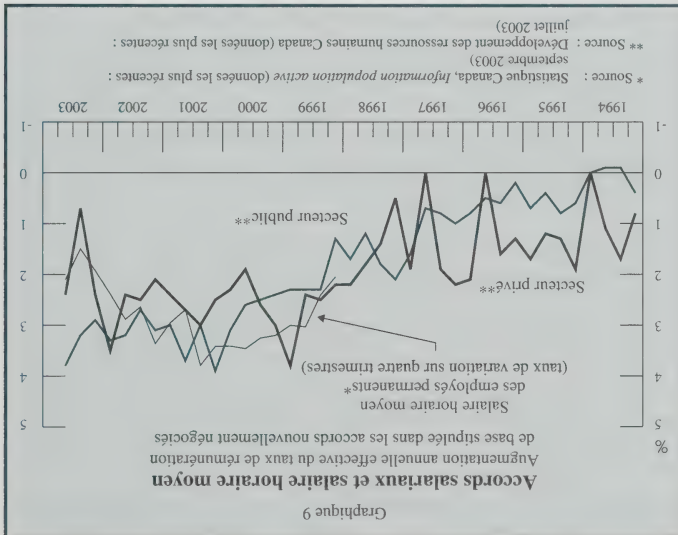
Graphique 11

Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État au Canada

Pour toute la gamme des échéances, selon la cote de crédit, en points de base



Source : Merrill Lynch



Plusieurs indicateurs étayent l'opinion selon laquelle une marge de capacités excédentaires s'est dégagée depuis le début de 2003. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a reculé au deuxième trimestre. Le taux de chômage a augmenté, et le pourcentage d'entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de l'enquête régionale menée par les bureaux régionaux de la Banque est tombé sous son niveau moyen des quatre dernières années. La timidité relative des hausses salariales témoigne aussi de l'existence d'une offre excédentaire sur les marchés du travail. En outre, les mesures du taux de l'inflation tendancielle ont été inférieures à ce qui avait été prévu.

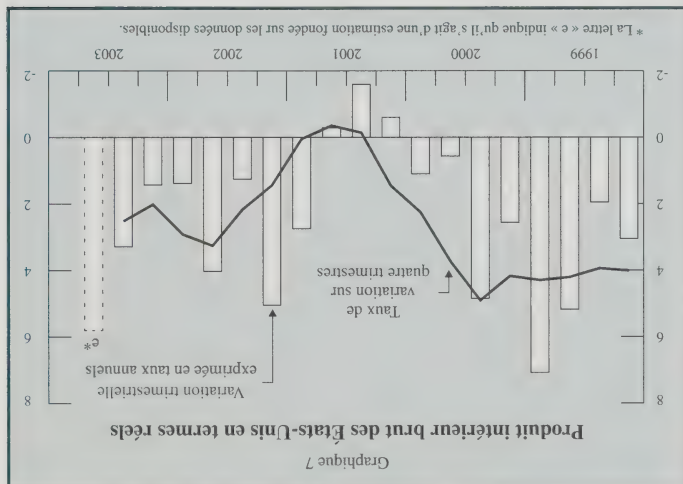
Tout bien considéré, la Banque juge qu'il existe actuellement au sein de l'économie une marge de capacités inutilisées légèrement supérieure à ce qu'indique l'écart de production calculé au moyen de sa mesure habituelle. En particulier, comme le taux d'activité a continué d'augmenter jusqu'en septembre, elle croit probable que la composante tendancielle de ce taux soit plus importante que la mesure ne le laisse croire. Compte tenu de cette nouvelle évaluation du potentiel et de l'interruption imprévue de la croissance économique survenue au deuxième trimestre, la Banque estime maintenant que la marge de capacités inutilisées était plus grande au milieu de l'année que ce qu'elle avait projeté dans la dernière livraison du *Rapport*.

Les coûts et la productivité

Deux mesures globales de la rémunération du travail, soit l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents et celle du revenu horaire du travail dans le secteur des entreprises, révèlent que le taux d'accroissement sous-jacent des salaires s'est situé entre 1,75 et 2,25 % depuis la fin de 2002 (Graphiques 9 et 10)³. Toutefois, à cause de la baisse qu'a connue la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises étaient supérieurs d'environ 2,5 % au deuxième trimestre de 2003 à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 10).

À cause d'une baisse de la productivité du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient supérieurs d'environ 2,5 % au milieu de 2003, à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

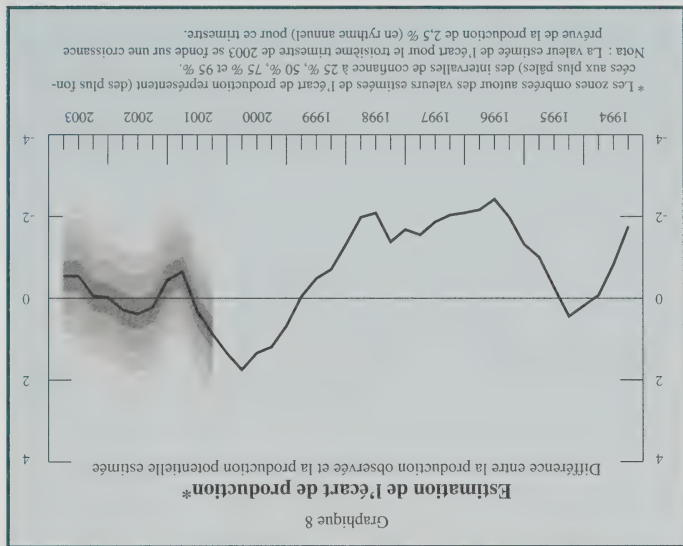
3. La réduction marquée des hausses annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au deuxième trimestre de 2003 reflète principalement l'incidence des contrats signés chez Air Canada, lesquels prévoyaient des gels et certaines compressions des salaires. Les augmentations annuelles moyennes octroyées aux employés syndiqués du secteur public en juillet 2003 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus faible que d'habitude.



Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Selon les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement, le niveau de l'activité économique serait descendu en deçà du plein potentiel au deuxième trimestre de 2003 se fonde sur une croissance

Aux deuxième et troisième trimestres, le niveau de l'activité au Canada est descendu en deçà du plein potentiel davantage que prévu.





et les prix des maisons ont poursuivi leur ascension. Les investissements des entreprises ont aussi augmenté au premier semestre de l'année. Les exportations canadiennes ont bénéficié quelque peu du raffermissement du rythme de l'activité économique observé aux États-Unis.

L'accélération de la croissance chez nos voisins du sud au deuxième trimestre tient à l'essor des dépenses des ménages et des entreprises ainsi qu'à la hausse marquée des dépenses militaires de l'administration fédérale (Graphique 7). Selon des données récentes, la consommation et l'investissement continuent de progresser à un rythme vigoureux sous l'impulsion de l'assouplissement des politiques monétaire et budgétaire et de la diminution de l'incertitude. Les perspectives économiques à court terme sont donc beaucoup plus favorables qu'elles ne l'étaient lors de la parution du dernier Rapport. On prévoit maintenant que le taux d'expansion du PIB réel avoisinera 5 3/4 % au troisième trimestre.

Note technique 1

L'incidence économique de récents chocs de nature inhabituelle

Depuis février, l'économie canadienne a subi plusieurs chocs inhabituels et passagers, dont l'épidémie de SRAS, la découverte d'un cas de maladie de la vache folle, la panne générale d'électricité en Ontario et les graves incendies de forêt en Colombie-Britannique. La Banque estime que ces chocs ont retenu directement environ 0,7 point de pourcentage à la croissance (exprimée en rythme annuel) au deuxième trimestre et quelque 0,6 point au troisième trimestre (elle n'a pas tenté de quantifier les effets indirects). Étant donné la nature transitoire de ces chocs, on s'attend à un bond de la croissance au quatrième trimestre.

Bien que le premier cas avéré de SRAS au Canada date du 23 février, c'est au second trimestre que les répercussions économiques de l'épidémie ont atteint leur maximum. La crainte grandissante de cette maladie contagieuse et parfois mortelle a fortement contribué à une baisse des dépenses dans l'industrie touristique. Plusieurs secteurs ont été durement touchés, comme ceux du transport aérien, de l'hébergement, du divertissement, de la restauration (bars et restaurants) et de la location d'automobiles. Même si les dépenses effectuées par les touristes étrangers demeurent faibles, on note déjà des signes d'embellie sur le plan du tourisme intérieur.

À la suite de la détection d'un cas de maladie de la vache folle en Alberta, le 20 mai, les marchés se sont fermés aux exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits dérivés. Le coup de frein immédiat qui en a résulté pour la filière bovine (abattage, transformation et activités connexes) a ralenti la progression du PIB aux deuxième et troisième trimestres. L'assouplissement récent de l'embargo sur les importations de produits du bœuf devrait avoir un léger effet positif sur la croissance au quatrième trimestre. Le maintien de l'embargo frappant les exportations de bovins sur pied aura probablement, pour sa part, une incidence négative plus persistante.

La panne de courant qui a frappé l'Ontario le 14 août et les restrictions imposées à la consommation d'électricité jusqu'au 25 août ont entraîné une baisse marquée de la production dans un grand nombre de secteurs. L'effet sur la croissance du PIB au troisième trimestre devrait s'être inversé au trimestre suivant, puisque la production devrait être revenue à la normale d'ici là.

Les récents incendies de forêt en Colombie-Britannique se sont soldés par un recul des dépenses touristiques et des activités d'exploitation forestière dans cette région. Cette diminution devrait être à peu près compensée, à court terme, par les dépenses accrues du gouvernement dans la lutte contre les incendies et la reconstruction. À long terme, cependant, le niveau d'activité de l'industrie forestière dans cette province risque de se ressentir un peu de la perte des ressources en bois.

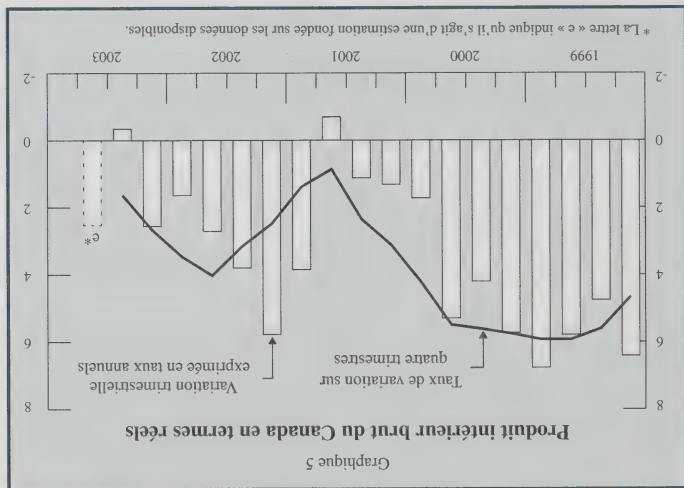
Ces chocs pourraient avoir des répercussions plus importantes si leur succession rapide devait entamer gravement la confiance des consommateurs et des entreprises. Mais selon les indicateurs dont nous disposons, celle-ci a été peu affectée dans l'ensemble jusqu'à présent.

Incidence estimative des chocs sur le taux d'accroissement du PIB réel (variation trimestrielle exprimée en taux annuels)			
	2 ^e trim. 2003	3 ^e trim. 2003	4 ^e trim. 2003
SRAS	-0,60	+0,15	+0,25
Maladie de la vache folle	-0,10	-0,30	+0,10
Panne d'électricité en Ontario	-	-0,40	+0,40
Total	-0,70	-0,55	+0,75

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme modéré au premier trimestre de 2003 (Graphique 5), mais a fléchi de 0,3 % en taux annualisé au deuxième, ce qui est plus faible que ce que nous prévoyions dans la dernière livraison du *Rapport*². Les indicateurs les plus récents de la dépense et de l'activité indiquent que la croissance aurait repris au troisième trimestre, mais qu'elle serait demeurée légèrement en deçà du plein potentiel, se chiffrant à environ 2 1/2 %.



... sous l'effet de la réduction prononcée du rythme d'accumulation des stocks des entreprises.

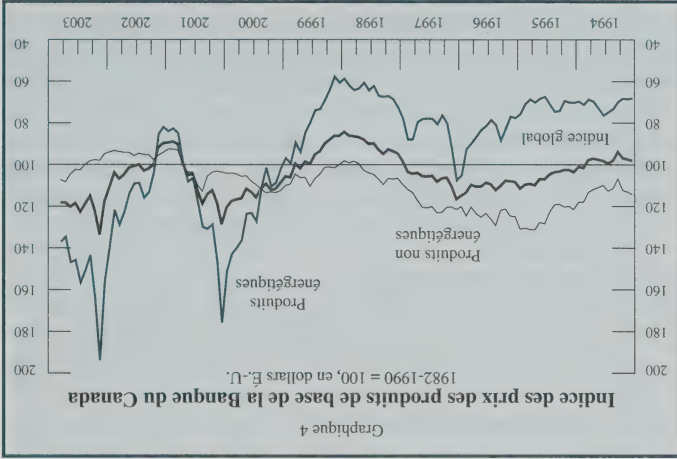
nombre de chocs inhabituels (Note technique 1). Certains facteurs favorables ont toutefois fourni un soutien à l'économie. Ainsi, à la faveur des bas taux d'intérêt, les dépenses particulières ont affiché une progression robuste (Graphique 6). En particulier, les dépenses en logement sont demeurées vigoureuses

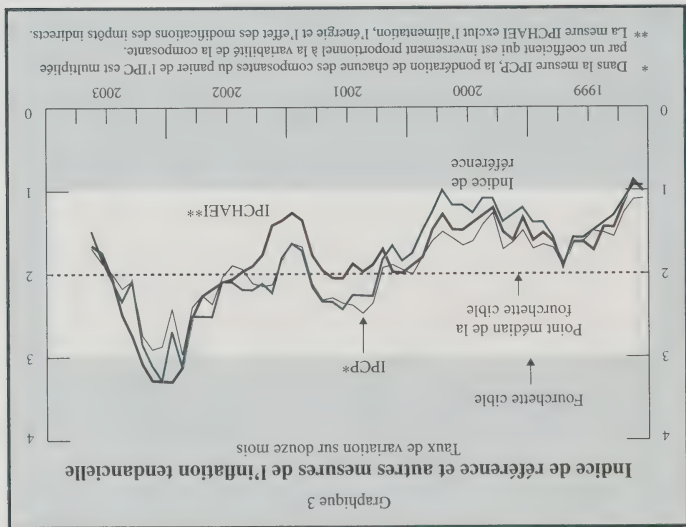
2. Statistique Canada a signalé que les estimations du deuxième trimestre étaient entachées d'une incertitude plus grande qu'en temps normal, car la volatilité du taux de change a rendu difficile l'évaluation des échanges commerciaux.

L'activité touristique a entraîné une forte réduction des prix des services connexes. Ceux-ci devraient revenir à des niveaux plus normaux avec la disparition graduelle des répercussions de la crise du SRAS. Les prix du bœuf au pays, à la production comme à la consommation, ont aussi fléchi ces derniers mois, sous l'effet de l'accumulation des stocks attribuable à l'embargo imposé par les États-Unis et d'autres pays sur les produits du bœuf canadiens. Parmi les facteurs ponctuels qui influent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, les augmentations substantielles des primes d'assurance automobile et d'assurance habitation tiennent une grande place. Il convient de signaler que, ces six derniers mois, le relèvement des primes d'assurance automobile a été un peu moindre que prévu.

Le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global s'est établi à 2,0 % en août, comparativement à 4,6 % en février, le repli prononcé de la hausse en glissement annuel des prix à la consommation de l'essence et du mazout étant venu s'ajouter aux facteurs qui faisaient reculer l'inflation mesurée par l'indice de référence. Dans l'ensemble, les cours du pétrole brut se replient depuis la mi-mars, mais à un rythme moins rapide que ce que nous avions prévu dans la dernière livraison du *Rapport*.

À l'inverse, les prix des produits de base non énergétiques ont poursuivi leur remontée (Graphique 4). Les signes de la vigueur de la demande en Asie et du raffermissement de la croissance aux États-Unis ont contribué à la hausse des prix des métaux communs, tandis que la contraction de l'offre (aggravée par les incendies de forêt qui ont éclaté en Colombie-Britannique cet été) et la demande de logements toujours robuste ont favorisé le renchérissement du bois d'œuvre.





indiquaient que les pressions sur les prix provenaient aussi en partie de la vigueur de la demande intérieure. On prévoyait que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurerait supérieure à la cible de 2 % tout au long de 2003 puis qu'elle redescendrait à 2 % au début de 2004, à la faveur de l'atténuation de l'influence des facteurs ponctuels (comme la majoration substantielle des primes d'assurance enregistrées un an plus tôt). En réalité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus rapidement et davantage que prévu.

Cette baisse étonnamment prompte et marquée est la résultante de plusieurs phénomènes inattendus observés ces six derniers mois : la faiblesse généralisée des prix de bon nombre de biens et retombées négatives sur le plan économique de la crise du SRAS et d'un cas isolé de maladie de la vache folle ainsi que la résorption un peu plus rapide qu'escompté de l'incidence des facteurs ponctuels.

Le plus notable de ces phénomènes est l'ampleur de la réduction du prix de nombreux biens durables et semi-durables, comme les automobiles et les vêtements. Nous ne connaissons pas très bien l'importance relative des diverses causes de ce repli. Les pressions à la baisse qu'ont subies les prix de ces biens tiennent en partie aux rabais consentis par les détaillants dans le but de réduire l'accumulation involontaire de leurs stocks. Les pressions baissières que la diminution des prix mondiaux de nombreux biens et l'appréciation du dollar canadien ont exercées sur les prix des importations ont également été plus vives que prévu.

Accentué par l'épidémie temporaire de SRAS dans la région métropolitaine de Toronto, le recul substantiel des dépenses liées à

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février et se situait, en août, sous la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a chuté de façon plus marquée encore en raison du tassement, en glissement annuel, des hausses des prix de l'essence et du mazout.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a reculé plus rapidement que ce que nous avions prévu dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 2)¹. Le taux d'augmentation de cet indice s'établissait à 1,5 % en août, comparativement à 3,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielles que la Banque suit de près se sont aussi fortement repliées et, en août, elles étaient très près du niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).

L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé considérablement depuis février...

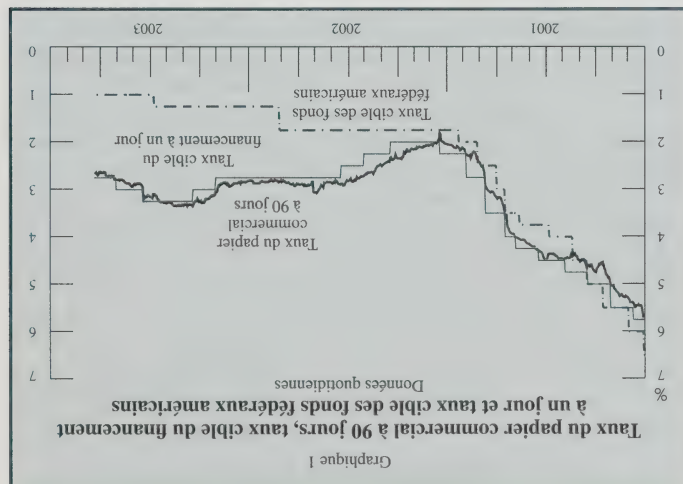


Au moment de la parution du *Rapport* d'avril, le taux d'accroissement aussi bien de l'indice de référence que de l'IPC global dépassait nettement la cible de 2 % de la Banque. Même si cette situation tenait pour beaucoup à des facteurs ponctuels, certaines données

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais celui-ci sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.

Des risques pèsent sur ces perspectives relativement au moment et à l'ampleur des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change face aux déséquilibres économiques mondiaux. Il y a notamment incertitude quant à l'évolution probable des taux de change des grandes monnaies du monde ainsi qu'à son incidence sur l'économie canadienne. On ne sait pas non plus si l'expansion de l'économie des États-Unis se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004. La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la demande et l'inflation au Canada, des ajustements qui se produiront dans le monde.



Dans ce climat, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base au total depuis la publication du *Rapport* d'avril, pour l'établir à 2,75 % (Graphique 1). Cette mesure a été prise afin de favoriser un retour de l'activité économique à des niveaux compatibles avec un équilibre global entre l'offre et la demande, dans l'optique de ramener l'inflation au taux cible de 2 % à moyen terme.

En dépit de la morosité de l'activité au deuxième trimestre et des chocs additionnels survenus au troisième trimestre, tels que la panne générale d'électricité en Ontario, beaucoup de signes encourageants ont pu être observés. L'expansion de la demande intérieure finale est demeurée robuste et les retombées négatives de certains chocs récents commencent à se dissiper. La correction à la baisse des stocks, qui s'était amorcée plus tôt cette année, est maintenant très avancée. La conjoncture économique à l'échelle internationale s'est améliorée depuis la parution de la livraison d'avril et, selon de récentes données, la reprise attendue aux États-Unis s'est engagée plus rapidement et sera plus soutenue qu'on ne l'avait d'abord escompté. Les conditions financières sont également favorables à la croissance.

La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se raffermira au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements des entreprises. Le renforcement

1. VUE D'ENSEMBLE

Dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*,

nous indiquions que l'inflation avait dépassé de beaucoup la cible de 2 % visée par la Banque du Canada et que les attentes d'inflation à court terme s'étaient orientées à la hausse. Bien que la montée de l'inflation ait été alimentée par des facteurs spéciaux, tels que la majoration des primes d'assurance et des coûts de l'énergie, des signes montraient aussi que les pressions s'exerçant sur les prix se généralisaient sous l'effet de la vigueur de la demande intérieure. En avril, nous prévoyions que la croissance de l'économie canadienne atteindrait 2 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année et que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendrait à 2 % avant le début de 2004.

Or, l'expansion a été plus modérée que prévu et ne devrait vraisemblablement se chiffrer qu'à un peu plus de 1 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2003. Par conséquent, la Banque estime maintenant que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril. En outre, le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que la Banque avait projeté, et les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi depuis avril.

La baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence est attribuable à plusieurs imprévus survenus au cours des six derniers mois, dont la faiblesse généralisée des prix de produits comme les automobiles et les vêtements, les rabais substantiels consentis par le secteur touristique à la suite de la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et l'atténuation un peu plus rapide qu'on ne l'anticipait des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance. La dépréciation marquée de la devise américaine a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le dollar canadien s'est échangé à 72 1/2 cents E.-U. en moyenne depuis la parution, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, ce qui représente une forte augmentation comparativement au niveau de 69 cents atteint au moment de la publication du *Rapport* d'avril.

Il semble maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera sous la barre des 2 % jusqu'au milieu de 2005, compte tenu de l'offre excédentaire au sein de l'économie, de la modération des hausses des primes d'assurance et de l'incidence restante de la remontée passée du dollar canadien.

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préalable du 15 octobre 2003.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* :

3 juin — aucune modification

15 juillet — abaissé de 25 points de base à 3,00 %

3 septembre — abaissé de 25 points de base à 2,75 %

15 octobre — aucune modification

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	8
L'inflation et la cible de 2 %	8
Les facteurs qui influent sur l'inflation	11
3. L'évolution financière	17
4. Les perspectives en matière d'inflation	22
La conjoncture internationale	22
Les déséquilibres dans le monde	23
La demande et l'offre globales au Canada ..	24
La mesure des attentes relatives à l'inflation	26
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation	28
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation	28
Les prévisions relatives à l'inflation	30
Bibliographie	32
Notes techniques	
1. L'incidence économique estimative de récents chocs de nature inhabituelle	12
2. L'évolution récente des taux d'intérêt à long terme	21
3. Les répercussions sectorielles de l'appréciation du dollar canadien	25

Nul ne peut prédire le type de chocs que notre économie subira dans l'avenir, mais nous savons qu'elle en connaîtra. Ce qui importe, c'est que nous ayons un cadre économique et financier robuste qui nous permet de faire face aux perturbations et de saisir les occasions de progrès à mesure qu'elles se présentent. C'est ce genre de cadre qui donne aux entreprises et aux investisseurs la confiance dont ils ont besoin pour prendre des risques et innover.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
10 septembre 2003

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Mark Carney.*

— Octobre 2003 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'indicateur d'une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes indirectes, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2003

BANQUE DU CANADA



MONETARY POLICY REPORT

- October 2003 -

Summary

Overview

In the April *Monetary Policy Report*, the Bank noted that inflation was well above its 2 per cent target and that short-term inflation expectations had edged up. Although inflation was being pushed up by special factors, particularly insurance premiums and energy costs, there were also signs that strong domestic demand was working to broaden price pressures. In April, we projected that Canadian economic growth would average 2 1/2 per cent in the first three quarters of the year and that core inflation would fall to 2 per cent by early 2004.

As it turns out, growth has been weaker than expected and is now likely to average just over 1 1/2 per cent in the first three quarters of the year. So the Bank now estimates that there is more slack in the economy than was projected in April. Moreover, the decline in core inflation occurred earlier, and has been more pronounced, than we had projected. As well, virtually all measures of inflation expectations have decreased since April.

This drop in core inflation reflected several unforeseen developments over the last six months. These include broad-based weakness in the prices of goods, such as automobiles and clothing, substantial reductions in the prices of tourism-related services owing to

the outbreak of severe acute respiratory syndrome (SARS), and a slightly faster easing of pressures from insurance premiums. The substantial fall in the value of the U.S. dollar added to the weakness in goods prices in Canada. The Canadian dollar has averaged 72 1/2 cents U.S. since the July *Monetary Policy Report Update*, a sharp increase from the 69-cent level reached at the time of the April *Report*.

Highlights

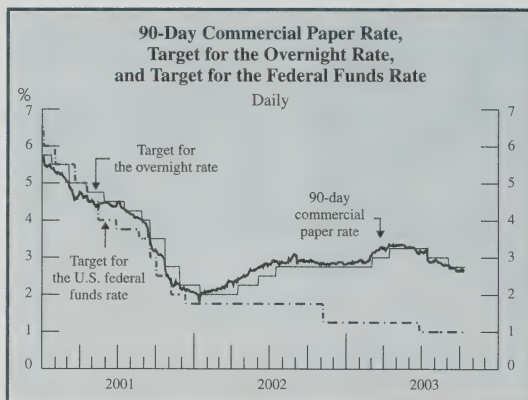
- Inflation has fallen faster and further than expected and is projected to stay below the 2 per cent target until mid-2005.
- The Canadian economy should grow faster than capacity, relying primarily on solid domestic demand.
- Stronger growth abroad should boost foreign demand for Canadian products, although this will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.
- The Bank will be closely monitoring and assessing the implications of global demand, price, and exchange rate adjustments for output and inflation in Canada.

It now appears that core inflation will stay below 2 per cent until mid-2005, reflecting the excess supply in the economy, more moderate rises in insurance premiums, and the remaining impact of the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this background, the Bank has reduced its target for the overnight rate by a total of 50 basis points since the *April Report*, bringing it to 2.75 per cent. This action was taken to support a return to levels of economic activity consistent with an overall balance between supply and demand, with the aim of bringing inflation back to the 2 per cent target over the medium term.

Despite a weak second quarter and additional third-quarter shocks, such as the power blackout in Ontario, there have been a number of encouraging developments. Growth in final domestic demand has remained robust, and the adverse effects of some of the recent shocks are beginning to dissipate. The inventory adjustment, which began earlier this year, is largely complete. Global economic conditions have improved since the *April Report*, and recent data indicate that the anticipated recovery in the United States is taking place earlier and will be stronger than previously expected. Financial conditions are also supportive of growth.

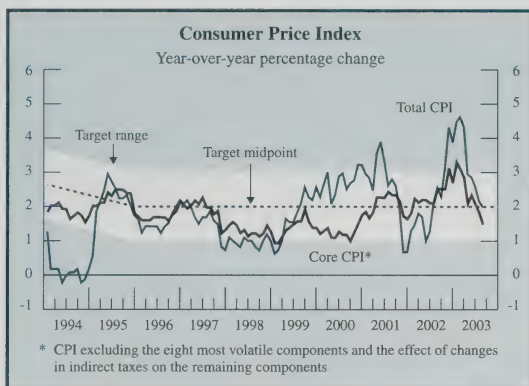
The Bank continues to expect growth in the Canadian economy to strengthen during the fourth quarter of 2003 and through 2004. On balance, this expansion should be above the rate of potential growth, relying primarily on solid household spending and increased business investment. Stronger economic growth abroad should also boost foreign demand for Canadian goods and services, but this source of strength will be dampened by the higher value of the Canadian dollar.



There are risks to this outlook related to the timing and magnitude of global demand, price, and exchange rate adjustments to economic imbalances. In particular, there is uncertainty both about the likely changes in key global exchange rates and about their effect on the Canadian economy. There is also uncertainty about the sustainability of U.S. growth beyond mid-2004. The Bank will closely monitor and assess the implications of all these global adjustments for output and inflation in Canada.

Recent Developments

It now appears that during the first quarter of 2003, the Canadian economy was operating just below its full production capacity. Statistics Canada has estimated that the economy shrank at an annual rate of 0.3 per cent in the second quarter, mainly reflecting a sharp drop in inventory investment and the effects of SARS, as well as the effects of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy (BSE or mad-cow disease) on exports. While the impact of SARS began to fade in the third quarter, the effects of BSE continued to be felt, and activity was further reduced by a power blackout in



Ontario. The Bank expects growth in the third quarter to be about 2 1/2 per cent on an annual basis. All told, the economy is now operating with somewhat more slack than had been anticipated earlier in the year.

The Canadian dollar, which had risen to around 69 cents U.S. by April, has continued to appreciate over the last six months. This movement was largely the result of continuing broad-based weakness in the U.S. dollar but also reflected rising commodity prices and the relatively smaller amount of excess capacity in Canada.

In April, core and total inflation were well above the 2 per cent target. But both measures have fallen faster and further than projected in either the *April Report* or the *July Update*. Other measures of the trend of inflation have decreased over the same period and are very close to the core rate.

The drop in core inflation reflected several factors. Most important was the unexpected weakness in many goods prices, which stemmed partly from efforts by retailers to reduce undesired inventories. Downward pressure on goods prices also came from the substantial rise in the Canadian dollar and from declining world prices for many goods. Auto insurance

premiums have risen slightly less quickly than expected over the last six months. Prices of tourism-related services have fallen because of SARS, and beef prices have fallen because of BSE.

Total CPI inflation has come down even more rapidly than core inflation. The pace of annual increases in energy costs has eased with a reduction in the world price of crude oil, even though oil prices have not declined as much as had been assumed in April.

Prospects for Growth and Inflation

On balance, the prospects for near-term growth in the global economy have improved since the release of the *April Report*, and geopolitical uncertainty has decreased. However, as noted above, there are risks posed by imbalances in the global economy.

The near-term outlook for the U.S. economy is much improved. There have been clear signs of strength in the household and business sectors, as well as in defence spending. Continued stimulative monetary and fiscal policies will support activity in 2004. The Bank forecasts U.S. growth of about 2 3/4 per cent on an average annual basis in 2003 and about 4 per cent in 2004.

The economy in the euro area is still weak, but economic prospects for Asia look particularly bright, led by China and India. Japan's economy is also performing better than anticipated.

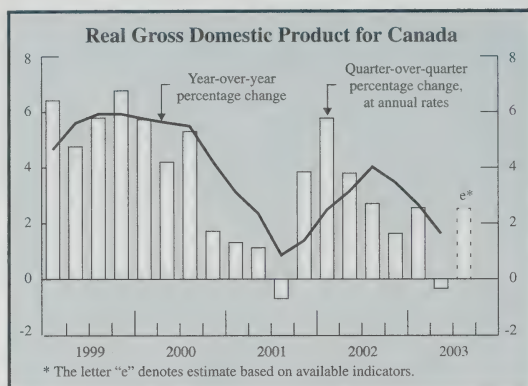
For Canada, recent indicators of domestic spending have been stronger than anticipated, with the housing sector remaining particularly vibrant. The effects of SARS should continue to reverse, leading to some rebound of activity in the affected sectors. Business investment should continue to grow, supported by the recent improvement

in financial conditions. Stronger U.S. growth will also boost the Canadian economy. However, the gains in exports will be dampened by the appreciation of the Canadian dollar.

All told, we expect growth in Canada to average a little over 3 per cent in the second half of 2003, and about 2 per cent for the year as a whole. During 2004, the economy should grow above its 3 per cent rate of potential growth, returning to its level of full capacity by early 2005. That would imply growth at 3 1/4 per cent on an average annual basis in 2004.

In the meantime, the slack in the economy will be a source of some downward pressure on inflation. Other factors will also be working to restrain inflation. The impact of earlier large increases in auto insurance premiums is expected to continue to diminish. The recent substantial appreciation of the Canadian dollar should continue to put downward pressure on both core and total inflation through the end of 2004, although how much of an effect this will have on core consumer prices is uncertain.

On the other hand, recent discounting in those industries affected by SARS should moderate over the coming months. And with the expected completion of the inventory correction, some of the downward pressure on goods prices should ease.



The Bank expects core inflation to average just over 1.5 per cent for the rest of 2003 and to fall to just above 1 per cent in early 2004 as the effects of earlier increases in insurance premiums dissipate. As economic slack is taken up, the core rate of inflation should return to 2 per cent by mid-2005. Core inflation could be somewhat lower over the next several quarters, if some of the previous increases in auto insurance premiums are reversed.

Total CPI inflation will continue to be importantly affected by swings in the price of crude oil. If oil prices follow the path indicated by futures markets, easing to US\$27 per barrel next year, total CPI inflation would likely fall below core inflation in 2004.

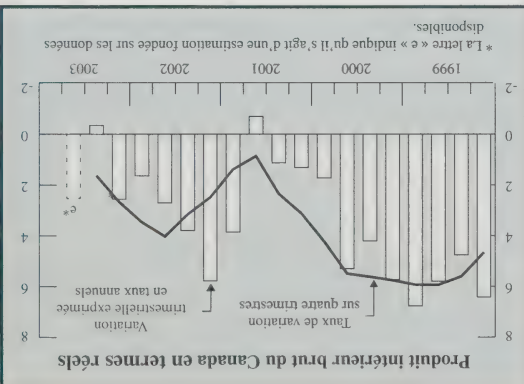
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

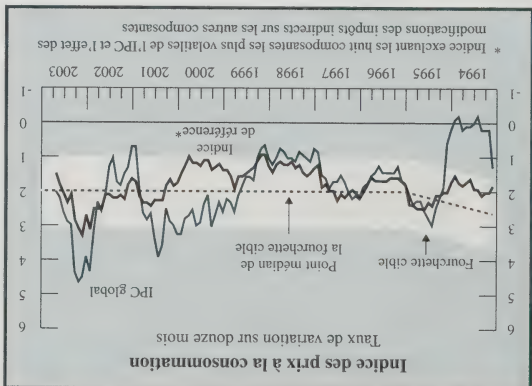
Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9. Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

devraient encore augmenter leurs investissements à la faveur de la récente amélioration de la conjoncture financière. De plus, le renforcement de la croissance aux États-Unis stimulerait l'activité au pays. L'appréciation du dollar canadien freinerait toutefois la montée des exportations. Tout compte fait, nous nous attendons à ce que le rythme d'expansion se situe en moyenne légèrement au-dessus de 3 % au second semestre de 2003 et alentours de 2 % sur l'ensemble de l'année. L'économie devrait progresser, en 2004, à un rythme supérieur à celui de la production potentielle, qui est de 3 %, et tourner à nouveau à plein régime d'ici le début de 2005. La croissance s'établirait ainsi à 3 1/4 % en moyenne pour 2004. Entre-temps, la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie exercera certaines pressions à la baisse sur l'inflation. D'autres facteurs seront également à l'œuvre pour contenir l'inflation. L'incidence des fortes hausses passées des primes d'assurance automobile devrait continuer à diminuer. La vive appréciation que le dollar canadien a connue récemment devrait contribuer de pousser à la baisse l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence tout au long de 2004, bien que l'on ne connaisse pas très bien l'ampleur que ses effets auront sur celui-ci. Par contre, les rabais pratiqués ces derniers temps dans les secteurs ébranlés par la crise du SRAS devraient s'amoin-drir dans les mois à venir. Et la correction des stocks étant très avancée, quelques-unes des pressions à la baisse sur les prix des biens devraient s'amenuiser. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence se

situe à un peu plus de 1,5 % en moyenne d'ici la fin de 2003, puis descende pour s'établir tout juste au-dessus de 1 % au début de 2004, à mesure que se dissiperont les effets des hausses passées des primes d'assurance. Cette mesure de l'inflation devrait être revenue à 2 % d'ici le milieu de 2005 dans la foulée de la résorption graduelle de la marge de capacités excédentaires. L'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait être un peu inférieure à cette projection au cours des prochains trimestres si le relèvement des primes d'assurance automobile est en partie annulé. L'évolution du taux d'accroissement de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure de celle des cours du pétrole brut. Si ces derniers devaient redescendre aux alentours de 27 \$ E.-U le baril en 2004, comme la tendance sur les marchés à terme le laisse présager, il est probable que le taux d'augmentation de l'IPC global tomberait en deçà de celui de l'indice de référence l'année prochaine.





mondayaux de nombreux biens. Ces six derniers mois, le relèvement des primes d'assurance automobile a été un peu moindre que prévu. Les prix des services liés à l'activité touristique ont chuté par suite de l'épidémie de SRAS, et ceux du bœuf ont reculé en raison de la détection d'un cas de maladie de la vache folle. Le taux d'accroissement de l'IPC global est tombé encore plus rapidement que celui de l'indice de référence. Le rythme des augmentations annuelles des coûts de l'énergie s'est ralenti sous l'effet d'une réduction des cours mondiaux du pétrole brut, même si ceux-ci n'ont pas diminué autant qu'on le supposait en avril.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Globalement, les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale se sont redressées depuis la publication du *Rapport* d'avril, et l'incertitude géopolitique s'est atténuée. Toutefois, comme nous l'avons déjà signalé, il existe des risques liés à des déséquilibres au sein de l'économie mondiale.

Les perspectives d'évolution à court terme de l'économie américaine se sont beaucoup améliorées. Les dépenses des ménages et des entreprises, ainsi que celles engagées au chapitre de la défense, montrent des signes manifestes de vigueur. Le maintien de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes soutiendra l'activité en 2004. La Banque prévoit que le rythme de croissance aux États-Unis s'établira autour de 2 3/4 % pour l'ensemble de l'année 2003 et à environ 4 % en 2004.

L'atonie de l'activité persiste dans la zone euro, mais les perspectives économiques semblent particulièrement encourageantes en Asie — Chine et Inde en tête. Le Japon enregistre également une expansion plus rapide que prévu.

Au Canada, les derniers indicateurs témoignent d'un plus grand dynamisme que prévu de la demande intérieure, les dépenses en logement demeurant particulièrement robustes. Les retombées du SRAS devraient continuer à se dissiper, de sorte que l'on devrait assister à un rebond de la croissance dans les secteurs qui avaient été touchés. Les entreprises

à encore fléchi par suite de la panne d'électricité en Ontario. La Banque s'attend à ce que la croissance au troisième trimestre avoisine 2 1/2 % en taux annualisé. Tout bien considéré, il existe actuellement au sein de l'économie une marge de capacités inutilisées légèrement supérieure à ce que nous avions prévu au printemps.

Le dollar canadien, qui avait atteint environ 69 cents E.-U. en avril, a poursuivi son ascension ces six derniers mois. Sa remontée est en bonne partie attribuable à la faiblesse généralisée et persistante du dollar américain, mais également au renchérissement des matières premières et au fait que la marge de capacités excédentaires est relativement plus petite au Canada.

En avril, le taux d'accroissement de l'indice de référence et celui de l'IPC global dépassaient nettement la cible de 2 %. Mais ces deux mesures ont reculé plus rapidement et davantage que prévu dans le *Rapport* d'avril ou la *Mise à jour* de juillet. Les autres mesures de l'inflation tendant à s'établir au cours de la même période de l'indice de référence. La baisse de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La baisse de l'inflation mesurée par l'indice de référence est la résultante de plusieurs facteurs. Le plus notable d'entre eux est le repli inattendu du prix de nombreux biens, qui est dû en partie aux efforts déployés par les détaillants pour réduire l'accumulation involontaire de leurs stocks. Les pressions à la baisse qu'ont subies les prix de ces biens tiennent également à l'appréciation marquée du dollar canadien et à la diminution des prix

L'évolution récente

Il semble maintenant qu'au premier trimestre de 2003, l'économie canadienne tournait tout juste en déga de sa pleine capacité. Mais Statistique Canada estime qu'au deuxième trimestre, la production s'est repliée à un taux annuel de 0,3 %, en raison principalement de la chute prononcée des investissements en stocks et des retombées du SRA5, ainsi que des effets que la découverte d'un cas isolé de maladie de la vache folle a eus sur les exportations. Bien que les répercussions du SRA5 aient commencé à s'estomper au troisième trimestre, celles de la maladie de la vache folle ont continué de se faire sentir, et l'activité

monde. Des ajustements qui se produiront dans le monde.

L'expansion de l'économie canadienne se poursuivra au-delà du premier semestre de 2004. La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la production et l'inflation au Canada, des ajustements qui se produiront dans le monde.

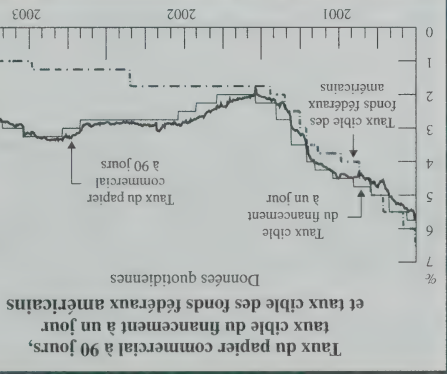
La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se poursuivra au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements. Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais ce dernier

En dépit de la morosité de l'activité au deuxième trimestre et des chocs additionnels survenus au troisième trimestre, l'expansion globale d'électrification en Ontario, beaucoup de signes encourageants ont pu être observés. L'expansion de la demande intérieure finale est de mesure robuste et les retombées négatives de certains chocs récents commencent à se dissiper. La correction des stocks, qui s'était amorcée plus tôt cette année, est maintenant très avancée. La conjoncture économique à l'échelle internationale s'est améliorée depuis la parution de la livraison d'avril et, selon de récentes données, la reprise attendue aux États-Unis s'est en

gagée plus rapidement et sera plus soutenue qu'on ne l'avait d'abord escompté. Les conditions financières sont également favorables à la croissance.

La Banque continue de prévoir que l'expansion de l'économie canadienne se poursuivra au quatrième trimestre de 2003 et en 2004. Dans l'ensemble, le rythme de progression de l'activité devrait s'établir au cours de cette période au-dessus de celui de la production potentielle, grâce surtout à la solidité de la dépense des ménages et à la hausse des investissements. Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait aussi insuffler un élan aux exportations de biens et services canadiens, mais ce dernier

représente une forte augmentation comparativement au niveau de 69 cents atteint au moment de la publication du Rapport d'avril.



Sommaire

Vue d'ensemble

Dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, nous indiquions

substantiels consentis par le secteur touristique à la suite de la crise du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et l'atténuation un peu plus rapide qu'on ne l'anticipait des pressions provoquées par la majoration des primes d'assurance. La dépréciation marquée de la devise américaine a également contribué à la faiblesse des prix des biens au Canada. Le dollar canadien s'est échangé à 72 1/2 cents E.-U. en moyenne depuis la parution, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, ce qui

fit de la vigueur de la demande intérieure. En avril, nous prévoyions que la croissance de l'économie canadienne atteindrait 2 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de l'année et que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescendrait à 2 % avant le début de 2004.

Or, l'expansion a été plus modérée que prévu et ne devrait vraisemblablement se chiffrer qu'à un peu plus de 1 1/2 % en moyenne pour les trois premiers trimestres de 2003. Par conséquent, la Banque estime maintenant que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie est plus élevée qu'elle ne s'y attendait en avril. En outre, le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est produit plus tôt et a été plus prononcé que ce que la Banque avait projeté. De plus, les indicateurs des attentes relatives à l'inflation ont presque tous fléchi depuis avril.

La baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence est attribuable à plusieurs imprévus survenus au cours des six derniers mois, dont la faiblesse générale des prix de certains produits comme les automobiles et les vêtements, les rabais

Faits saillants

- L'inflation a baissé plus rapidement et davantage que prévu et devrait demeurer sous la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2005.
- L'économie canadienne devrait progresser à un rythme supérieur à celui de son potentiel, grâce surtout à la robustesse de la demande intérieure.
- Le renforcement de la croissance à l'étranger devrait insuffler un élan aux exportations canadiennes, mais ce dernier sera freiné par l'appréciation de notre monnaie.
- La Banque surveillera de près et évaluera soigneusement les répercussions possibles, sur la production et l'inflation au Canada, des ajustements que devront subir, dans les divers pays, la demande, les prix et les taux de change.

CA1
FN73
-M56

Government
Publications



BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2004



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5207
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2004 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
and David Longworth.*

The role of monetary policy is to facilitate adjustments by helping to sustain aggregate demand.

What does this mean? As always, it means that we will aim to return inflation to its 2 per cent target by trying to keep the economy operating as close as possible to its full production capacity. That is our constant goal. But it also means that we will be aware of the forces that are driving adjustments in the economy in the years ahead. We know that, with a stronger currency, the economy will have to rely more on domestic demand and less on foreign demand for ongoing, solid growth. We will take this into account as we set monetary policy.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada
11 February 2004*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	9
3. Financial Developments	20
4. The Outlook	23
International background	23
Aggregate demand and supply in Canada	25
Measures of inflation expectations	26
Implications of money growth for inflation	26
Inflation projection	28
Bibliography	29
Technical Boxes	
1. Recent Trends in Export Volumes	11
2. Adjusting to Global Change: Sectoral Developments in Canada in 2003	14

1. OVERVIEW

The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy. These include stronger world demand, higher commodity prices, the realignment of world currencies—including the Canadian dollar—and the intensified competition, together with new trading opportunities, coming from emerging-market economies, such as China and India.

These developments require shifts in activity among sectors and create a need for adjustments by many businesses. Monetary policy is facilitating these adjustments by supporting aggregate demand, with the goal of keeping the economy near its full potential and inflation on target.

At the end of 2003, the Canadian economy was operating at a lower level than the Bank had projected in the October *Monetary Policy Report*. Although growth rebounded in the fourth quarter of last year, real GDP growth in the third quarter was weaker than had been expected, and there was a downward revision to GDP in the second quarter. This came about despite stronger global economic activity, particularly in the United States but also in Japan and other Asian economies, and strong increases in commodity prices. Preliminary indications are that growth in the first quarter of 2004 was marginally below 3 per cent at annual rates. As expected, core inflation has generally been below the Bank's 2 per cent target since the October *Report*.

Against this backdrop, the Bank lowered its key policy rate by a total of 75 basis points, reducing it by 25 basis points on each of the last three fixed announcement dates, to bring it to 2 per cent (Chart 1).

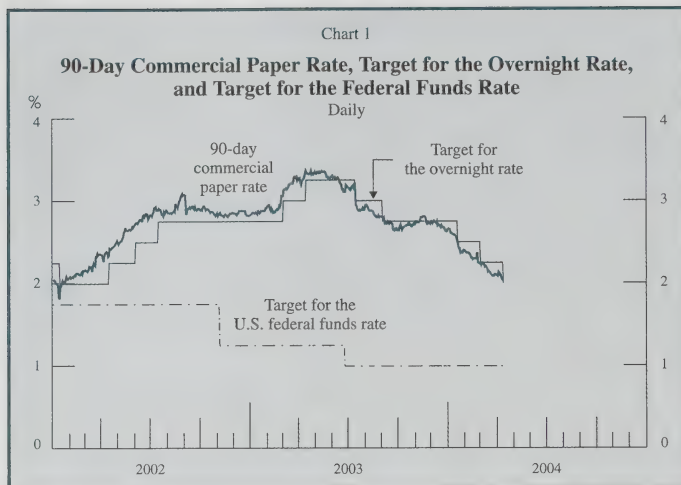
The Bank's outlook for economic growth and inflation in Canada is essentially unchanged from that of the January *Monetary Policy Report Update*. The Canadian economy is expected to grow at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. Such growth would return the economy close to its production potential by the third quarter of next year. Core inflation is expected to average about 1 1/2 per cent for the rest of 2004 and to move back to the 2 per cent target by the end of next year.

The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Developments in the target for the overnight rate since the October Report:

- 2 Dec. — no change
- 20 Jan. — down 25 basis points to 2.5 per cent
- 2 March — down 25 basis points to 2.25 per cent
- 13 April — down 25 basis points to 2 per cent

This report includes information received up to the fixed announcement date on 13 April 2004.



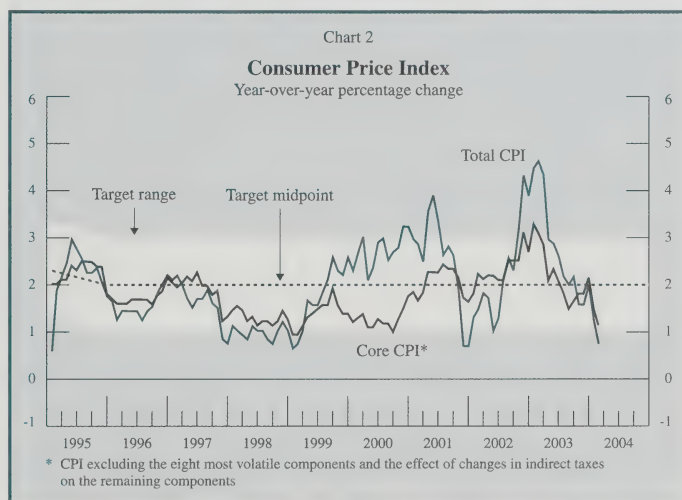
2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

The core rate of inflation fell in early 2004, and in February was well below the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI came down even more, reflecting reductions in the prices of gasoline and fuel oil from year-earlier levels.

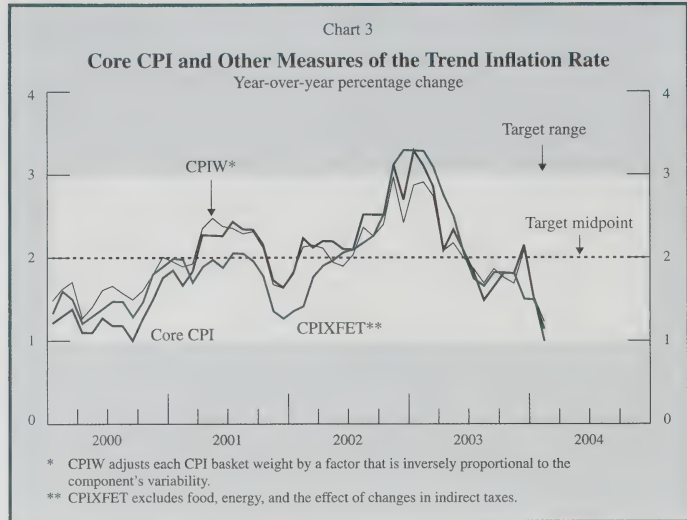
Inflation and the 2 per cent target

As expected at the time of the *October Report*, core CPI inflation fell in early 2004, as the effects of special factors came to an end (Chart 2).¹ Between August and December of 2003, the core rate averaged 1.8 per cent, and by February it had decreased to 1.1 per cent. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also fallen and in February were close to the core rate (Chart 3).

Core inflation decreased in early 2004.



1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



A temporary jump in the core rate in December 2003 was the result of Ontario electricity rebates at the end of 2002. In January and February of 2004, the core rate of inflation moved lower, since the effects from some special factors had, for the most part, ended. In particular, the effect of past substantial increases in auto insurance premiums, which had boosted the year-over-year rate of increase in the core CPI for some time, diminished significantly. The rate of increase in the food component of the core CPI also came down early this year, partly reflecting the impact of the Canadian dollar's appreciation since early 2003. Core inflation is expected to settle around 1 1/2 per cent in the second quarter of 2004.

The rate of increase in the total CPI fell below 1 per cent in February.

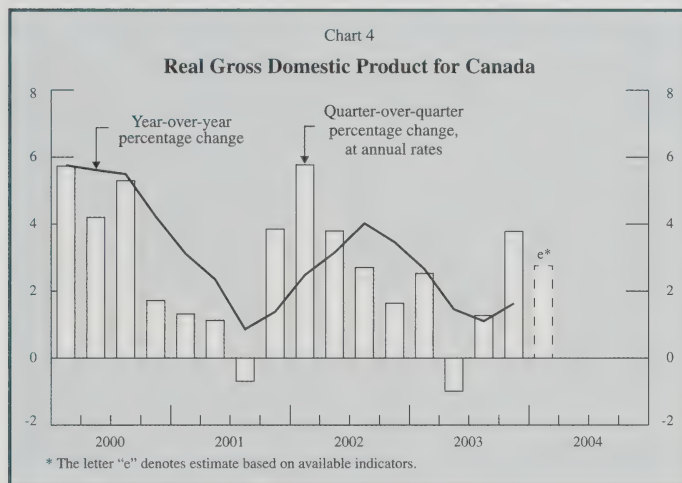
The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.7 per cent in February, down from 2.0 per cent in August. This drop relative to the core rate was chiefly due to reductions in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier, as well as a marked easing in the year-to-year increase in the consumer price of natural gas. The price of crude oil has strengthened considerably since mid-October, however, reflecting strong Asian demand and the impact of relatively severe winter weather conditions on North American stocks. As a result, the price of oil is currently well above that in the base-case assumption used in the last *Report*.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

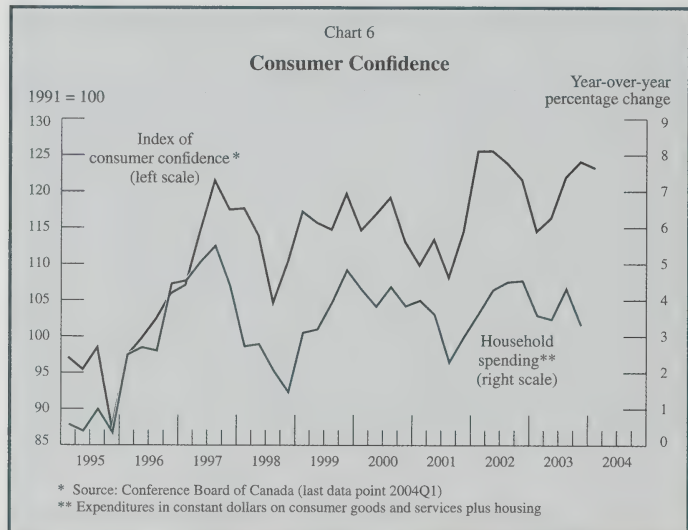
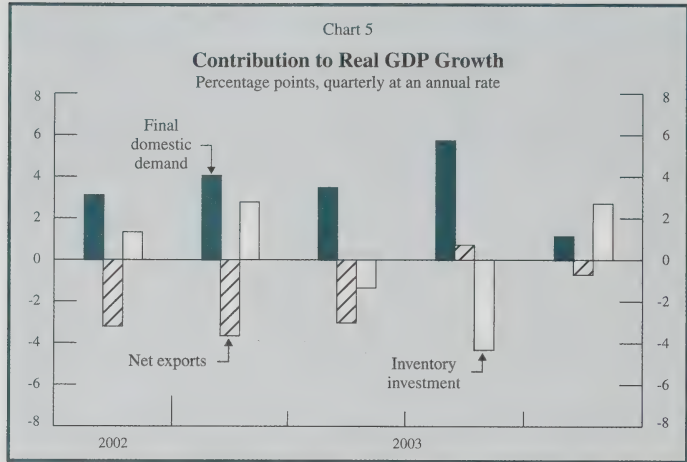
Canada's real GDP grew at an annual rate of 1.3 per cent in the third quarter of 2003, somewhat less than had been expected in the *October Report* (Chart 4). In the fourth quarter, economic growth picked up to an annual rate of 3.8 per cent, about the same as anticipated in the last *Report* and in the *January Update*, although final domestic demand was slightly weaker than expected and external demand was slightly stronger. Recent indicators for spending and activity suggest that economic growth will be about 2 3/4 per cent in the first quarter of 2004, marginally weaker than anticipated in the *January Update*.

In the third quarter of 2003, economic growth in Canada was somewhat less than expected . . .



Growth in the third quarter of 2003 was held back as manufacturers and retailers undertook sharp inventory corrections (Chart 5). Economic activity was also adversely affected by the August blackout in Ontario and by the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products after the discovery of one case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) last May. At the same time, final domestic demand rose strongly. Business investment surged, and household spending rose substantially, reflecting continuing monetary stimulus, a high level of consumer confidence (Chart 6), and the effects of price discounting.

. . . as manufacturers and retailers made inventory corrections.



Growth rebounded towards year-end, as expected.

A pickup in inventory investment, together with some recovery from the earlier unusual shocks, contributed importantly to the resurgence in growth towards year-end.² Exports also rebounded in the fourth quarter of 2003 as a result of the strengthening global economic recovery (Technical Box 1). However, imports increased

2. The discovery, near the end of last year, of a case of BSE in the United States in a cow that originated in Alberta resulted in an extension of the ban on imports of live cattle from Canada, thereby delaying further recovery in Canada's cattle industry.

Technical Box 1

Recent Trends in Export Volumes

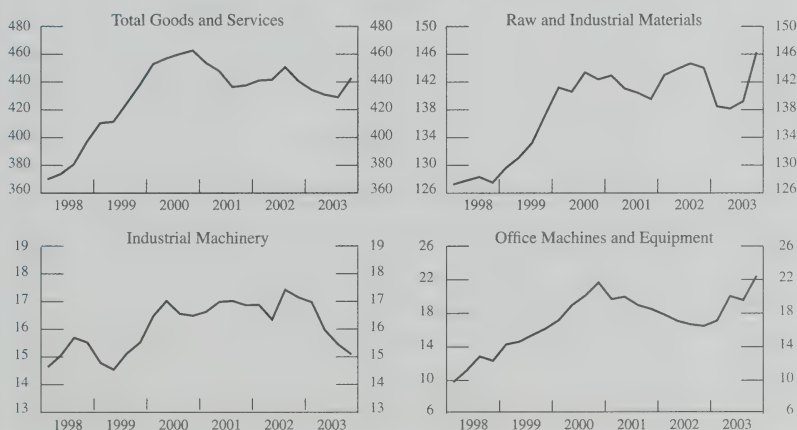
In sharp contrast to their rapid expansion through the second half of the 1990s and into 2000, exports of goods and services have been stagnant since early 2001, reflecting a number of developments. The U.S. recession and the uneven U.S. recovery until mid-2003 adversely affected export growth. Another important factor was the global collapse in demand for many types of capital goods, especially in the information and communications technology sector. There has also been pronounced weakness in the demand for aircraft and parts in the aftermath of 11 September 2001. Other developments have been the result of smaller and more temporary shocks: lower grain exports, because of poor harvests in 2001 and 2002; the BSE-related import ban on Canadian cattle and beef from late May 2003 onwards (which was partially lifted in late September 2003); and a sharp decline in the demand for travel and transportation services in the first half of 2003 because of the war with Iraq and the SARS outbreak.

Canada also appears to have lost market share for some products to foreign competition. In particular, exports of office machines and equipment declined relative to corresponding U.S. investment in 2001 and 2002, possibly reflecting more intense competition from low-cost emerging markets, as well as lower capacity utilization in the United States. More recently, the appreciation of the Canadian dollar appears to have exacerbated downward pressure on some exports, including industrial machinery.

Total exports rebounded late in 2003. This reflected a recovery from some of the previous shocks, as well as a rapid advance in exports of raw and industrial materials in response to the recovery in global industrial activity and commodity prices. The rebound was also seen in exports of office machines and equipment, supported by sharp growth in U.S. spending on these items. A recovery in exports of travel services in the second half of the year was consistent with the dissipation of earlier shocks, but because of an even larger increase in imports of travel services, perhaps reflecting the appreciation of the Canadian dollar, the travel balance worsened over this period.

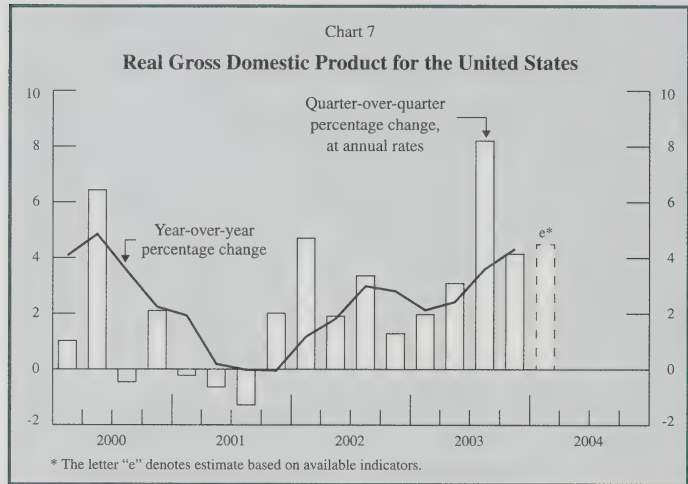
Export Volume: Total and Selected Components

Billions of 1997 dollars, seasonally adjusted at annual rates



even more strongly, and growth in final domestic demand slowed from its rapid pace in the third quarter.

In the United States, an upswing in household spending on housing and consumption and in business spending on equipment and software led to strong growth of real GDP in the second half of 2003 (8.2 and 4.1 per cent in the third and fourth quarters, respectively). Based on preliminary information, additional household spending, strong business expenditures, and significant restocking of inventories should result in growth of about 4 1/2 per cent in the first quarter of 2004 (Chart 7).



Adjusting to global change

Key global developments and the resulting rise in the Canadian dollar ...

Among the key global developments affecting the Canadian economy in 2003 and early 2004 has been the marked realignment of world currencies, including the Canadian dollar. At the same time, there has been a significant strengthening in the pace of global economic growth, especially in the United States and in most Asian economies, and a rebound in world commodity prices. The growing presence of China and India on the global scene is also a factor at play. The implications of these global changes for the demand for Canadian products will require shifts in activity among sectors and significant adjustments by many firms.

... imply that economic growth in Canada will rely largely on domestic demand.

The rise in the Canadian dollar implies that economic growth in Canada will rely largely on domestic demand. Indeed, economic activity in the last quarter of 2003 and in early 2004 appears to have been held back by the impact of the Canadian dollar's appreciation on real net exports. In addition, there are likely to be

shifts in activity towards the export of commodities and away from the export of highly manufactured products. Moreover, some Canadian exporters are likely to shift towards markets in countries whose currencies have appreciated significantly in relation to the U.S. dollar. The reduction in the cost of machinery and equipment imported from the United States should help boost capital spending and improve Canadian productivity. Finally, firms will develop new supply chains and new niches for their own products and services in response to changing global markets.

Some of the economic adjustments in Canada caused by the key global changes became evident in 2003, although most of these shifts in activity across sectors are still to come. While overall corporate profitability remained high through 2003, profits have tended to weaken in those sectors with high exposure to international competition (Technical Box 2). Output growth was also stronger, and employment tended to rise, on average, in those industries producing commodities or having low exposure to foreign competition.

The Bank's most recent industry survey, completed in March, provides further evidence that changes in response to global developments have begun.³ Firms seemed somewhat more confident in their ability to adjust to the appreciation of the Canadian dollar. Many adversely affected firms have initiated measures to alleviate the impact of the higher dollar, chiefly through cost-cutting measures and improvements to productivity. In contrast, businesses favourably affected by the higher value of the dollar (mainly through lower costs for imported inputs) have responded, in some cases, by reducing their selling prices in Canada, although many used the opportunity to improve their profit margins. Companies that were adversely affected by the rise in the Canadian dollar were generally as optimistic as other firms regarding prospects for improved sales growth, but were markedly less sanguine about their hiring and investment intentions.

Many firms adversely affected by the rise in the Canadian dollar have already initiated measures to alleviate its impact.

Estimated pressures on capacity

Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the level of economic activity has been below potential since the second quarter of 2003 (Chart 8). While the output gap decreased somewhat in the fourth quarter, significant excess supply remains. With a downward revision to Canadian GDP data in the second quarter of 2003 and

The level of economic activity in Canada has been below potential since the second quarter of 2003.

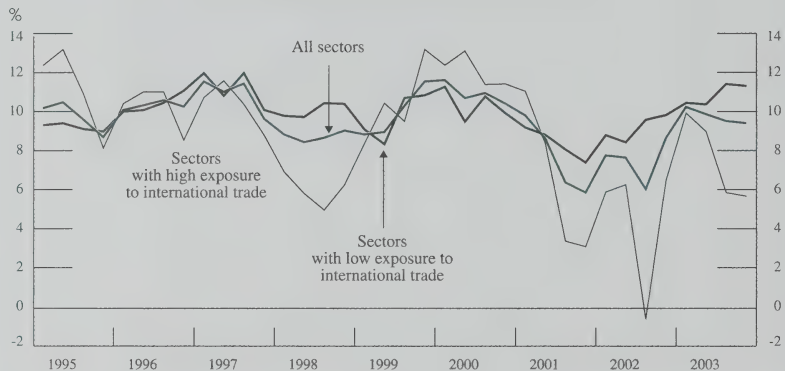
3. The Bank of Canada's survey of businesses regarding their adjustment to the appreciation of the Canadian dollar is available on the Bank's Web site at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/survey/mpr_survey0404.pdf>.

Technical Box 2

Adjusting to Global Change: Sectoral Developments in Canada in 2003

In 2003, changes in profitability and output differed widely among various sectors in Canada. This reflected several factors linked to the adjustment to global change. The higher Canadian dollar, the strengthening global economy, the associated rise in world commodity prices, and the continuing growth and integration of such major emerging-market economies as China and India have had markedly different effects on different sectors of the Canadian economy. Shifts in profitability and activity among sectors also initiated major changes in the sectoral distribution of employment.

Firms in sectors where prices are determined in world markets (and denominated in U.S. dollars) and which made limited use of hedging, quickly felt the impact of the dollar's appreciation on profitability. Indeed, while aggregate profitability remained high in 2003, the average rate of return on equity in those sectors with a relatively high, positive exposure to international trade worsened markedly in the second half of 2003.¹ The reduction in profitability was particularly pronounced in industries producing non-electrical machinery, clothing, and textiles. The rise in profitability over the past year was concentrated in sectors with a low or negative net exposure to international trade (such as wholesale and retail trade and the financial sector).

Rate of Return on Equity for Selected Sectors

1. Net exposure to international trade is calculated by adding the proportion of production that is exported and the share of imports in domestic consumption, and subtracting the share of imported inputs in production, as in Dion (1999–2000). For instance, sectors that are highly export oriented or highly exposed to import competition would be said to be more positively exposed to international trade.

Technical Box 2 (continued)

All else being equal, a rise in the Canadian dollar would be expected to reduce the external demand for Canadian-produced goods and services. Indeed, over the past year, output growth in sectors highly exposed to international trade was somewhat lower than output growth in the rest of the business sector. Output fell sharply in the non-electrical machinery, clothing, and textile manufacturing industries. At the same time, in a number of these industries, the global economic recovery offset some of the adverse impact on overall demand for their products. For instance, output rose strongly in mining, primary metals manufacturing, and electronics and computer manufacturing over the past year. Strong growth in Canada's final domestic demand during the past year also boosted activity in several sectors with a low exposure to international trade, such as printing and publishing, construction, and wholesale trade.

The prolonged weakness in profitability for many firms in the industries with a high, positive exposure to international trade caused many of them to begin adjusting their operations in 2003. Employment in most of these industries fell back noticeably last year, while employment rose substantially in various sectors with a low exposure to international trade, such as construction; wholesale and retail trade; and finance, insurance, and real estate.

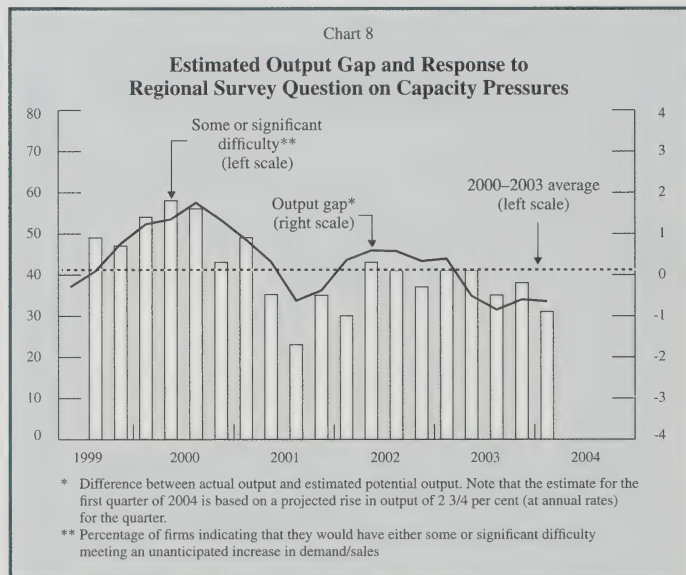
Changes in Sectoral Activity through 2003 Year-over-year percentage change			
Sector	Share of total GDP	Real GDP growth	Employment growth
Aggregate business	81.0	+1.9	+1.4
High exposure to international trade or competition	19.2	+0.9	-1.9
Of which:			
Mineral fuels	2.2	+1.9	+7.7
Non-energy, non-farm commodity based	7.2	+2.7	-0.8
Other high-exposure sectors	9.8	-0.6	-2.4
Low exposure to international trade ^a	61.8	+2.2	+1.9

a. Includes sectors that are exposed as net importers

lower-than-expected growth in the second half of that year, the estimated output gap at year-end was somewhat larger than projected in the last *Report*.

Several indicators are consistent with the view that economic slack has opened up since early 2003. In the most recent survey conducted by the Bank's regional offices, the proportion of firms reporting pressures on capacity has decreased relative to indications at the beginning of 2003. As well, core inflation has moved below the 2 per cent target. On the other hand, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2003 was, on balance, largely unchanged from levels early in the year, and about the same as its 2000–2003 average.

Based on an analysis of all the indicators of capacity pressures, the Bank judges that there is currently more excess supply in the Canadian economy than indicated by its conventional measure. However, there is more uncertainty than usual around estimates of the output gap, because it is harder to pin down effective capacity in times of demand-driven shifts in sectoral activity.

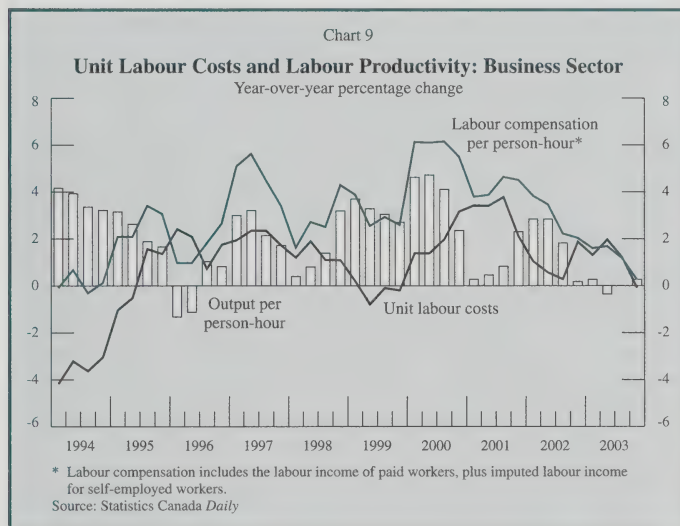


Cost control and output prices

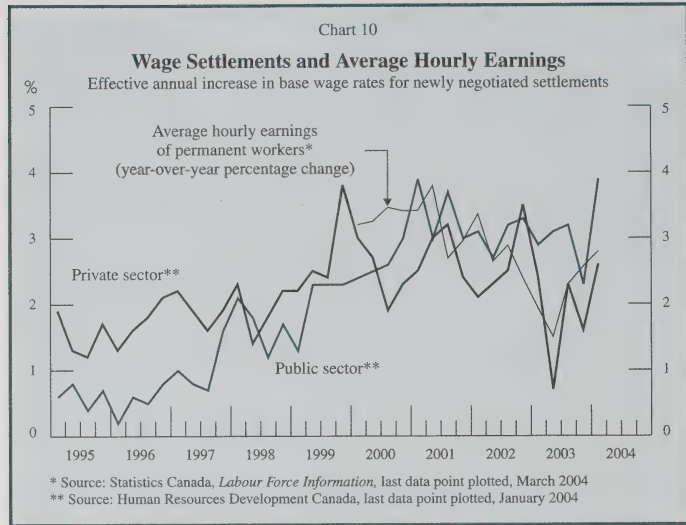
Unit labour costs in the business sector in the fourth quarter of 2003 were virtually unchanged from year-earlier levels, even though there was only a small rise in productivity over the past year (Chart 9). This resulted from the fact that hourly labour compensation in the business sector was little changed between the fourth quarter of 2002 and the fourth quarter of 2003. This weakness in the rate of increase of compensation was particularly pronounced in sectors adversely affected by the series of unusual shocks that hit the Canadian economy in 2003 and is therefore likely to prove temporary. Indeed, the underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers, seems to have moved up to about 2 3/4 per cent since mid-2003 (Chart 10).⁴

Unit labour costs in the fourth quarter of 2003 were virtually unchanged from year-earlier levels.

The underlying increase in wages is about 2 3/4 per cent.



4. The average annual wage increase negotiated in the public sector in January 2004 was relatively high, but the number of employees covered by the new contracts was much lower than usual.



The substantial year-over-year increases in the global prices of Canada's commodity exports during 2003 pushed the annual rise in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) above the core rate of inflation last year (Chart 11). The prices of non-energy commodities have risen further since the end of 2003 (Chart 12). Strong Asian demand has helped maintain the prices of both metals and grains at high levels. At the same time, expectations of continued strong demand for housing in North America for 2004 and a desire by U.S. lumber wholesalers to restore inventories to more normal levels contributed to a sharp rise in lumber prices.

Chart 11

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI
Year-over-year percentage change

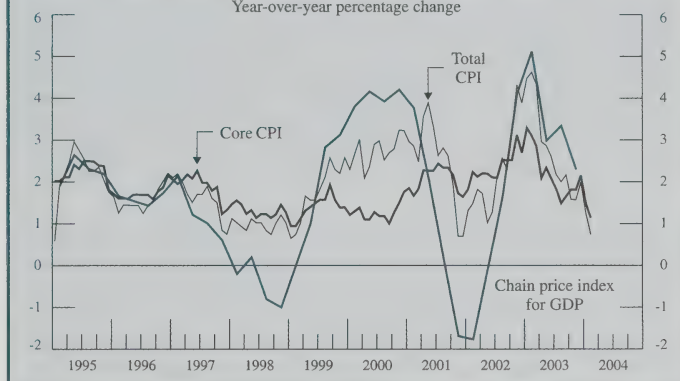
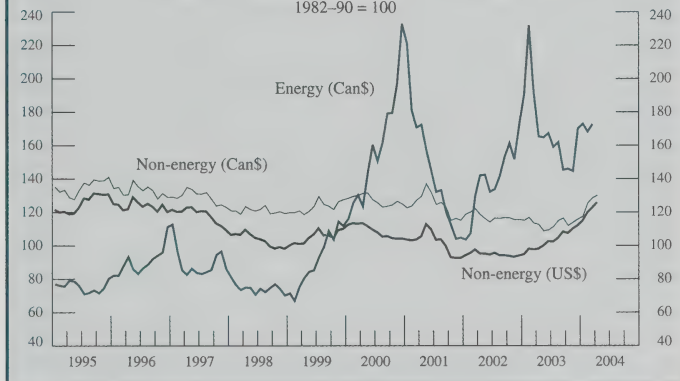


Chart 12

Bank of Canada Commodity Price Index
1982-90 = 100

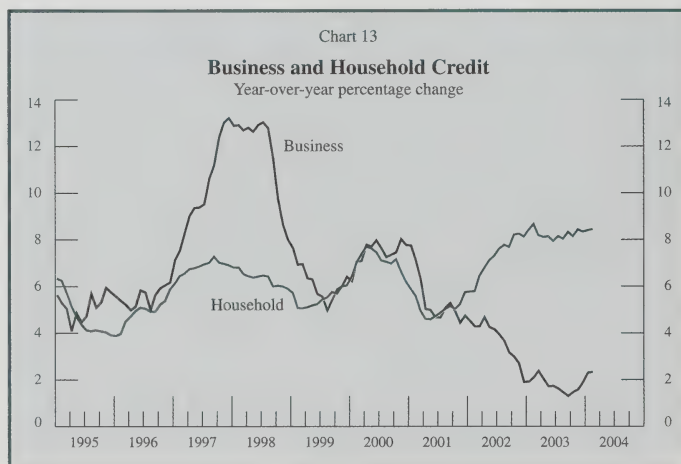


3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Financial conditions have continued to improve.

Financial conditions in Canada, as in the rest of the world generally, have continued the improvement noted in the October *Report*. Stock markets have strengthened further, corporate bond spreads are narrower, and the yield curve has shifted down. The financial situations and profitability of banks in Canada remain healthy—a positive sign for future credit conditions—and there is an abundance of liquidity.

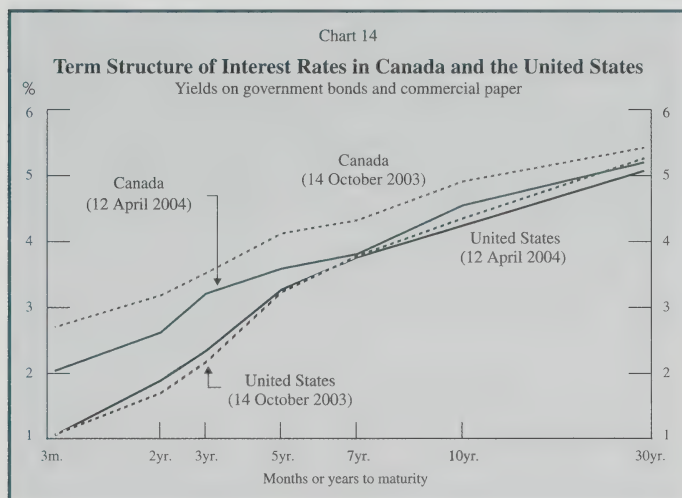
Credit demand by non-financial businesses picked up in the past few months but remains modest, since growth in earnings has allowed businesses to finance most of their investment needs with internal funds (Chart 13). Longer-term business credit, buoyed by the strong issuance of bonds and the income-trust component of equities, has grown at a solid pace, but short-term credit remains below levels of a year ago.



Household credit is still expanding at a rapid pace, reflecting consumer spending and activity in the housing market. Low interest rates have held debt-service ratios at low levels, and rising house prices have supported household balance sheets. This suggests that household finances should not be a drag on economic growth in the period ahead.

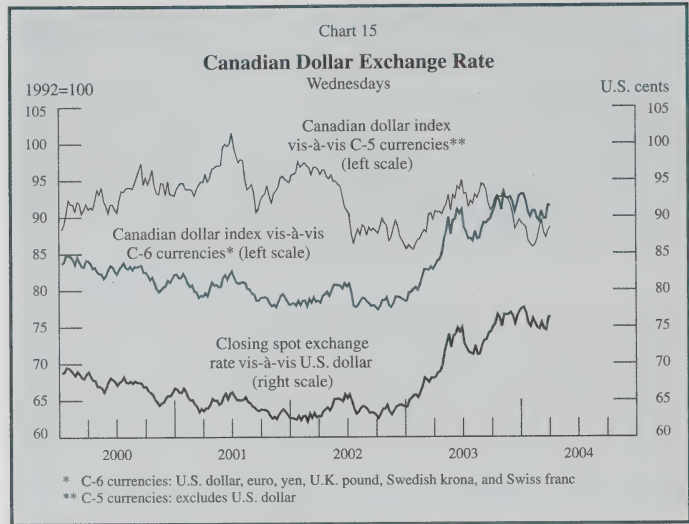
The yield curve in Canada has shifted down since the *October Report*. At shorter maturities, this movement reflected both the actual and anticipated lowering of policy rates.

Yield spreads between Canadian and U.S. bonds at shorter maturities narrowed sharply in the period between October and February, as interest rates fell in Canada while yields on U.S. Treasuries remained fairly stable (Chart 14). This narrowing in spreads was particularly pronounced for 2-year maturities. Since February, spreads have remained relatively stable.



The period from October to January saw broad-based weakness in the U.S. dollar relative to most currencies. In this context, the Canadian dollar touched a 10-year high of 78.86 cents U.S. in early January (Chart 15). Since then, many currencies, including the Canadian dollar, have traded in fairly wide but more stable ranges. The Canadian dollar traded in a range of 74 1/2 to 76 1/2 cents U.S., similar to the level at the time of the *October Report*.

The Canadian dollar has traded in a wide but stable range since October.



4. THE OUTLOOK

International background

The recovery in global economic activity is broadening and gaining momentum. This is reflected in both official and private sector forecasts. This recovery is strongly supported by expansionary fiscal and monetary policies in many countries. It is also being driven by the continuing integration into the world economy of major emerging-market economies such as China and India. Indeed, the contribution of China and newly industrialized Asian economies to projected world economic growth is larger than that of the United States (see Table 1).

Short-term prospects for strong growth in the United States have improved. The Bank expects to see growth of about 5 per cent in 2004 and 4 1/2 per cent in 2005. The main drivers of U.S. growth will be robust investment and consumer spending. Firms are expected to plow back their profits to meet anticipated demand and replenish their inventories. And households will benefit from tax rebates and projected employment gains. However, should they persist, high oil prices would dampen U.S. growth prospects over the next two years.

The global economic recovery is gaining momentum . . .

Table 1
Global Growth Projections^a

	Share of real global GDP ^b (per cent)	Projected growth (per cent)			Contribution to global economic growth (percentage points)		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
United States	21	3.1	5.0	4.5	0.65	1.05	0.95
European Union	20	0.7	1.8	2.5	0.14	0.36	0.50
Japan	7	2.7	3.2	2.2	0.19	0.22	0.15
China and Asian NIEs ^c	16	6.2	6.9	6.4	0.99	1.10	1.02
Others	36	3.0	4.3	4.0	1.08	1.55	1.44
World	100	3.1	4.3	4.1	3.1	4.3	4.1

a. Source: Bank of Canada projections for the United States, Japan, and the European Union. Forecasts for other regions were calculated from Consensus Economics (8 March and 5 April 2004).

b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity valuation of country GDPs for 2002. Source: IMF, WEO Database, September 2003.

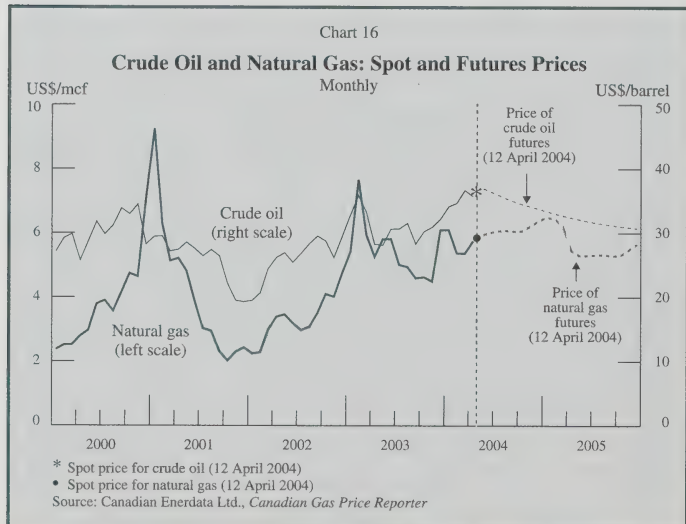
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Taiwan (Province of China), Korea, and Singapore.

Although much remains to be done in terms of economic and financial reform, a sustained recovery in Japan may be in progress boosted by strong exports and investment. While prospects appear to be improving in the euro area, the near-term outlook remains subdued. In contrast, the U.K. economy is operating at close to full capacity. Among emerging markets, growth prospects for China and India are very favourable.

While the short-term outlook is clearly more positive, risks and uncertainties remain as we look further out. It is unclear, for example, whether the large fiscal and current account imbalances in many major economies will be resolved in a way that maintains growth.

... supporting the prices of non-energy commodities.

The expected strong economic expansion, especially in various Asian economies, should continue to support the price of non-energy commodities over the remainder of 2004 and through 2005. With regard to crude oil, the Bank's base-case scenario assumes that prices will ease to about US\$32 per barrel by the middle of this year and remain there through mid-2005. Natural gas prices are expected to stay near their current high levels throughout 2004. These assumptions, based on current futures prices, are significantly above the levels of six months ago (Chart 16).



Aggregate demand and supply in Canada

Economic growth in Canada in 2004 and 2005 is expected to come primarily from private domestic demand, supported by the degree of monetary stimulus and high levels of business and consumer confidence. The expanding global economy and the resulting high level of commodity prices, the contribution of the higher Canadian dollar to reduced costs of imported machinery and equipment, and favourable financial conditions should all lead to robust growth in capital expenditures by businesses. And, despite some softening towards the end of 2003, household spending is still expected to grow solidly, with additional support from projected stronger gains in real incomes. Spending on goods and services by all levels of government is projected to rise moderately during this period.

Canadian exports are expected to receive continued support from further strong gains in U.S. and global economic activity. Nonetheless, the lower value of the U.S. dollar is expected to hold back the growth of Canada's exports and boost imports. Indeed, net exports are not expected to contribute to growth in 2004 and 2005 (Table 2).

Economic growth in Canada will come mainly from private domestic demand.

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points

	2003	2004	2005
Consumption	1.9	1.3	2.1
Housing	0.4	0.3	0.1
Government	0.7	0.5	0.7
Business fixed investment	0.4	0.7	0.9
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>3.4</i>	<i>2.8</i>	<i>3.8</i>
Exports	-0.8	2.1	2.1
Imports	-1.4	-2.1	-2.2
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-2.2</i>	<i>0</i>	<i>-0.1</i>
Inventories	0.5	-0.1	0.1
GDP	1.7	2.7	3.8

Growth is expected to strengthen this year and next . . .

. . . with the economy operating near potential by the third quarter of 2005.

Most measures of inflation expectations have changed little since mid-October.

Growth in narrow money is consistent with the near-term outlook . . .

The Bank's base-case outlook now projects real GDP growth, on an average annual basis, of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. While lower than that given in the *October Report*, the projection for 2004 is the same as that in the *January Update*. This projection for 2004 is also very close to the most recent average private sector forecast, while the Bank's growth projection for 2005 is slightly higher than the latest consensus outlook.

The Bank's projection assumes real GDP growth of about 2 3/4 per cent, at an annual rate, in the first half of 2004. This is expected to move up to about 3 1/2 per cent in the second half of this year and to peak around 4 per cent in the first half of 2005. This outlook for growth would imply little change in the output gap by the end of 2004, but by the third quarter of 2005 the economy should be operating near potential.

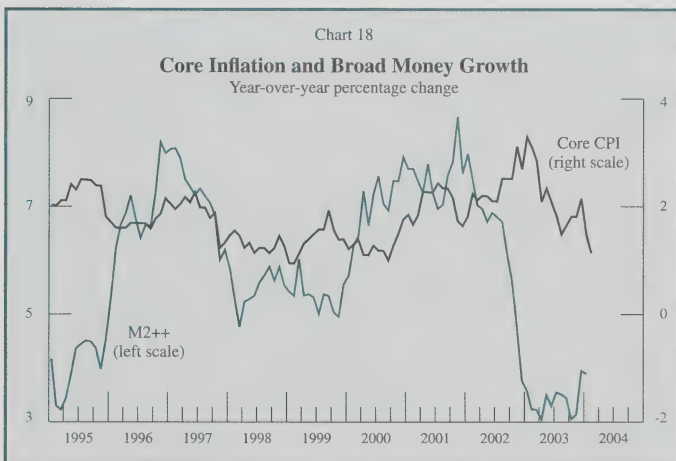
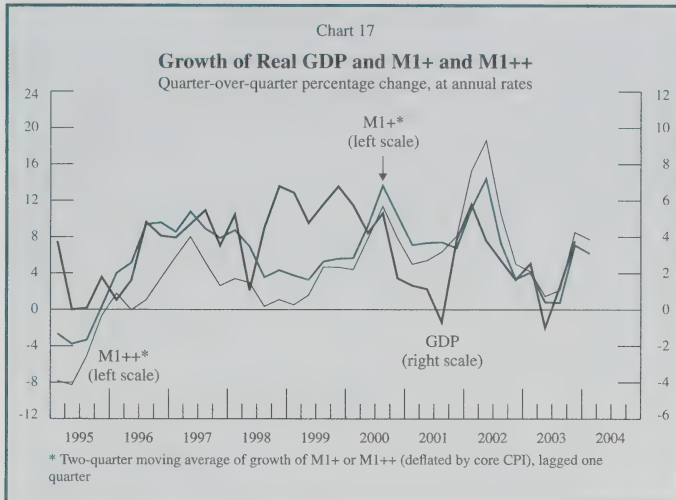
The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Measures of inflation expectations

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have remained largely unchanged since mid-October, and many of the key medium- and longer-term measures remain close to 2 per cent. In the Conference Board of Canada's regular survey, reported in the winter issue of *Index of Business Confidence*, 84 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, little changed from last autumn. As well, almost all firms in the Bank's latest regional survey expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. Although the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has edged down further to 1.4 per cent, the inflation forecast for 2005 is just under 2 per cent. Typical forecasts of longer-term inflation also remain very close to 2 per cent.

Implications of money growth for inflation

Growth in the narrow money aggregates—M1+, M1++—has strengthened since the last *Report*, partly in response to the low interest rate environment. This robust growth is widespread across both household and business deposits. This is consistent with the near-term outlook and with the recent pickup in output growth (Chart 17).



The growth rate of the broad money aggregate, M2++, has risen somewhat since the last *Report* from relatively low levels (Chart 18). This upswing largely reflects the strong growth in narrow money. Also contributing was a shift back into equity-based mutual funds from other assets, reversing the trend of the past few months. Despite this recent pickup, continued weak growth in M2++ points to a downside risk for inflation.

... while weak growth in M2++ points to a downside risk for inflation.

Inflation projection

Core inflation is expected to remain around 1 1/2 per cent through 2004 . . .

. . . before moving back to about 2 per cent by the end of 2005.

The slack in product and labour markets is expected to keep inflation below longer-term expectations until mid-2005. This effect should gradually diminish, however, as the output gap closes. The rise in the Canadian dollar since early 2003 is also likely to continue to put a limited amount of downward pressure on the core rate over the remainder of 2004.

The core rate of inflation is expected to stay around 1 1/2 per cent through 2004, before gradually moving back to the 2 per cent target by the end of 2005 (Table 3).⁵

Table 3 Projection for Core and Total CPI Inflation Year-over-year percentage change*						
	2004				2005	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	1.3 (1.3)	1.4 (1.6)	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.9 (1.9)
Total CPI	0.9 (0.9)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.6 (1.4)	1.7 (1.7)
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)						
WTI (level)	35 (33)	33 (31)	32 (30)	32 (30)	32 (28)	30 (28)

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

Total CPI inflation is projected to stay near the core rate after mid-2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI is critically affected by developments in the markets for crude oil (Chart 16). With the substantial rise in the price of crude oil in recent months, total CPI inflation is expected to move somewhat above the core rate of inflation in the second quarter of 2004. If the WTI price of oil eases to about US\$32 per barrel by mid-2004 and to US\$30 per barrel by the second half of 2005, as suggested by futures prices, total CPI inflation should fall slightly below core inflation in 2005.

5. In April 2004, the 12-month rate of increase in the core CPI is expected to rise temporarily, given that a second rebate on Ontario electricity prices lowered the level of the core CPI in April 2003.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2004. *Index of Business Confidence* (Winter).
- _____. 2004. *Index of Consumer Confidence* (March).
- Consensus Economics Inc. 2004. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2004). *Index of Business Confidence* (hiver).
 _____ (2004). *Index of Consumer Confidence* (mars).

Consensus Economics Inc. (2004). *Consensus Forecasts* (divers numéros).
 Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.
 Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.
 Téléphone : (613) 782-8248
 adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par le comportement des cours du pétrole brut (Graphique 16). Compte tenu du net renchérissement du brut ces derniers mois, on s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global dépasse quelque peu celui de l'indice de référence au deuxième trimestre de 2004. Si le prix du West Texas Intermediale fléchit pour s'établir à environ 32 dollars E.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et à 30 dollars E.-U. au second semestre de 2005, comme le laissent entrevoir les prix des contrats à terme, le rythme de progression de l'IPC global devrait tomber légèrement en deçà de celui de l'indice de référence en 2005.

Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait s'établir à un niveau proche de celui de l'indice de référence après le milieu de 2004.

Le taux d'augmentation de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est quelque peu redressé par rapport au niveau relatif-
ment bas où il se situait en octobre (Graphique 18). Cette remontée
tient en grande partie à la croissance rapide de la monnaie au sens
étroit. Le retour en force des fonds communs d'actions au détri-
ment d'autres actifs a également joué un rôle, renversant la ten-
dance des derniers mois. Malgré ce regain, la faiblesse persistante
de la progression de M2++ laisse entrevoir le risque que l'inflation
soit moins élevée que prévu.

Les prévisions relatives à l'inflation

Les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens
et du travail devraient contribuer à maintenir jusqu'au milieu de
2005 le taux d'inflation observé en deçà du taux attendu à long
terme. On pense toutefois que cet effet s'estompera graduellement
à mesure que l'écart de production se résorbera. L'appréciation du
dollar canadien depuis le début de 2003 continuera probablement
aussi durant le reste de l'année à tirer légèrement vers le bas
l'inflation mesurée par l'indice de référence.
La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de
référence demeurera aux alentours de 1 1/2 % tout au long de
2004, avant de retourner progressivement à la cible de 2 % d'ici la
fin de l'an prochain (Tableau 3)⁵.

... mais la faible progres-
sion de M2++ laisse
entrevoir le risque que
l'inflation soit moins
élevée que prévu.

L'inflation mesurée par
l'indice de référence
devrait continuer d'avoi-
siner 1 1/2 % tout au long
de 2004...

... avant de remonter à
environ 2 % d'ici la fin
de 2005.

Tableau 3 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres ^a						
	2004			2005		
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,3 (1,3)	1,4 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)
IPC global	0,9 (0,9)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,6 (1,4)	1,7 (1,7)
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediae (en \$ E.-U. le baril)						
WTI (niveau)	35 (33)	33 (31)	32 (30)	32 (30)	32 (28)	30 (28)

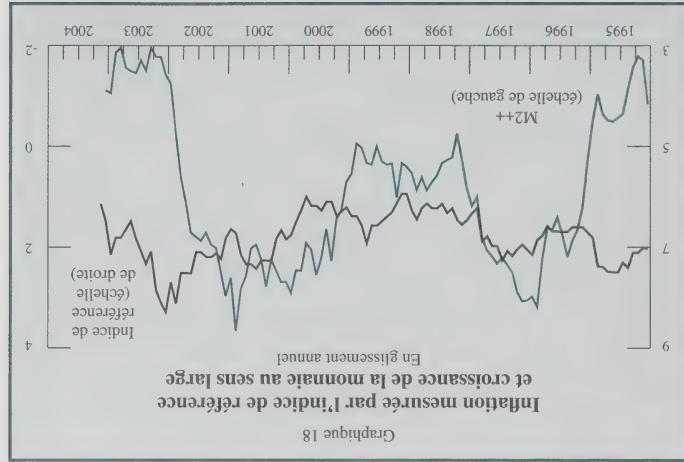
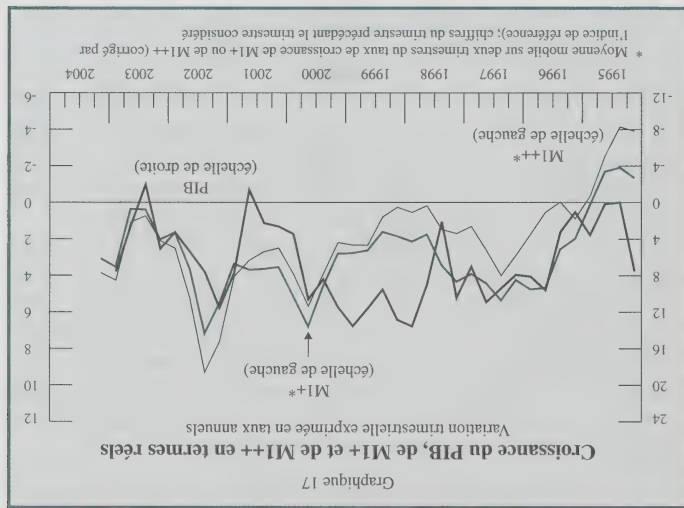
* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier.

5. En avril 2004, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire, un deuxième remboursement accordé aux consommateurs d'électricité en Ontario ayant fait reculer cet indice en avril 2003.

L'incidence de l'expansion monétaire sur l'inflation

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, s'est raffermi depuis la parution du Rapport d'octobre, à la faveur notamment de l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Cette nette progression touche à la fois les dépôts des ménages et ceux des entreprises et cadre avec les perspectives à court terme et la récente accélération de la croissance de la pro-

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit cadre avec les perspectives de croissance à court terme...



La croissance devrait se raffermir en 2004 et 2005, ...

... et l'économie tourner presque à plein régime au troisième trimestre de 2005.

Dans son scénario de référence, la Banque estime présentement que le taux d'expansion du PIB réel sera d'environ 2 3/4 % pour l'année 2004, et qu'il se hissera aux alentours de 3 3/4 % en 2005. Bien qu'inférieure aux chiffres contenus dans le *Rapport* d'octobre, la projection de la Banque pour 2004 est la même que celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier. Elle s'approche aussi de très près de la moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, tandis que la projection pour 2005 dépasse légèrement cette moyenne.

La prévision de la Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel avoisinera 2 3/4 % en rythme annuel au premier semestre de 2004 et qu'il remontera ensuite à quelque 3 1/2 % au second semestre de cette année pour culminer aux environs de 4 % durant la première moitié de 2005. Ce scénario implique que l'écart de production restera essentiellement inchangé d'ici la fin de 2004, mais que l'économie tournera presque à plein régime au troisième trimestre de l'année suivante.

La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture internationale demeure la principale source d'incertitude enchaînant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé depuis la mi-octobre.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont guère changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme demeurent proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'hiver révèlent que 84 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, soit sensiblement le même pourcentage qu'à l'automne dernier. En outre, presque toutes les entreprises sondées récemment par les bureaux régionaux de la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Bien que le rythme d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 ait encore fléchi pour s'établir à 1,4 %, celui prévu pour 2005 se situe tout juste sous 2 %. Les taux attendus à plus long terme continuent généralement aussi de frôler les 2 %.

La demande et l'offre globales au Canada

La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement, en 2004 et 2005, de la demande intérieure privée, elle-même stimulée par la détente monétaire et la solide confiance des entreprises et des consommateurs. L'expansion de l'activité mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base, conjugués aux conditions financières favorables et à la diminution du coût des machines et du matériel importés attribuable à la hausse du dollar canadien, devraient donner lieu à une solide progression des investissements des entreprises. De plus, malgré un ralentissement vers la fin de 2003, on s'attend encore à ce que la dépense des ménages s'accroisse à un bon rythme, à la faveur entre autres d'un essor des revenus réels. Les dépenses des administrations publiques en biens et services, pour leur part, sont appelées à augmenter modérément au cours de cette période.

Les exportations canadiennes devraient bénéficier d'une nouvelle poussée de l'activité économique aux États-Unis et dans le monde. Néanmoins, on prévoit que le bas niveau du dollar améri- cain freinera l'expansion de nos exportations et stimulera nos impor- tations. De fait, les exportations nettes ne devraient pas concourir à la croissance cette année ni l'an prochain (Tableau 2).

Tableau 2
Contributions à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
en points de pourcentage

	2003	2004	2005
Consommation	1,9	1,3	2,1
Logement	0,4	0,3	0,1
Administrations publiques	0,7	0,5	0,7
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7	0,9
Total partiel : demande intérieure finale	3,4	2,8	3,8
Exportations	-0,8	2,1	2,1
Importations	-1,4	-2,1	-2,2
Total partiel : exportations nettes	-2,2	0	-0,1
Stocks	0,5	-0,1	0,1
PIB	1,7	2,7	3,8

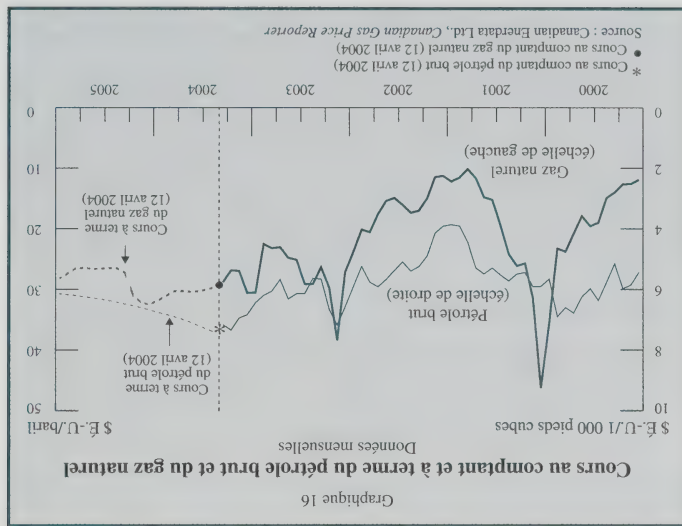
s'ils devaient se maintenir, pourraient assombrir les perspectives de croissance aux États-Unis pour les deux prochaines années.

Au Japon, bien qu'il reste encore beaucoup à faire en matière de réforme économique et financière, une reprise durable est peut-être en cours sous l'effet de l'essor des exportations et de l'investissement. Si les perspectives semblent s'améliorer dans la zone euro, la conjoncture demeure anémique à court terme. En revanche, l'économie du Royaume-Uni tourne presque à plein régime. Du côté des pays à marché émergent, les perspectives de croissance de la Chine et de l'Inde sont très favorables.

Bien que les prévisions à court terme soient nettement meilleures qu'elles ne l'étaient, certains risques et certaines incertitudes subsistent au-delà de cet horizon. Par exemple, on ignore si les importants déséquilibres des finances publiques et de la balance courante de bon nombre des grandes économies de la planète se résorberont sans nuire à la croissance.

La forte expansion prévue, particulièrement dans diverses économies asiatiques, devrait continuer à soutenir les cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2004 et en 2005. Selon le scénario de référence de la Banque, les cours du pétrole brut devraient fléchir pour s'établir à environ 32 dollars B.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et rester stables par la suite jusqu'au milieu de 2005. Quant aux prix du gaz naturel, ils devraient demeurer proches, jusqu'à la fin de 2004, des niveaux élevés auxquels ils se situent présentement. Ces projections, qui s'appuient sur les cours actuels des contrats à terme, sont nettement supérieures à celles que nous avançons il y a six mois (Graphique 16).

... apportant un soutien aux cours des produits de base non énergétiques.



4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La reprise de l'activité économique à l'échelle mondiale se généralise et se raffermît, ce qui transparaît dans les prévisions émanant tant du secteur public que du secteur privé. Cette évolution est grandement soutenue par les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes adoptées par de nombreux pays. Elle s'explique aussi par l'intégration continue, à l'économie mondiale, d'importants pays à marché émergent comme la Chine et l'Inde. De fait, la contribution de la Chine et des économies nouvellement industrialisées d'Asie à l'essor projeté de l'activité économique dans le monde dépasse celle des États-Unis (voir le Tableau 1).

La reprise de l'activité à l'échelle mondiale se raffermît...

La reprise de l'activité économique à l'échelle mondiale se généralise et se raffermît, ce qui transparaît dans les prévisions émanant tant du secteur public que du secteur privé. Cette évolution est grandement soutenue par les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes adoptées par de nombreux pays. Elle s'explique aussi par l'intégration continue, à l'économie mondiale, d'importants pays à marché émergent comme la Chine et l'Inde. De fait, la contribution de la Chine et des économies nouvellement industrialisées d'Asie à l'essor projeté de l'activité économique dans le monde dépasse celle des États-Unis (voir le Tableau 1).

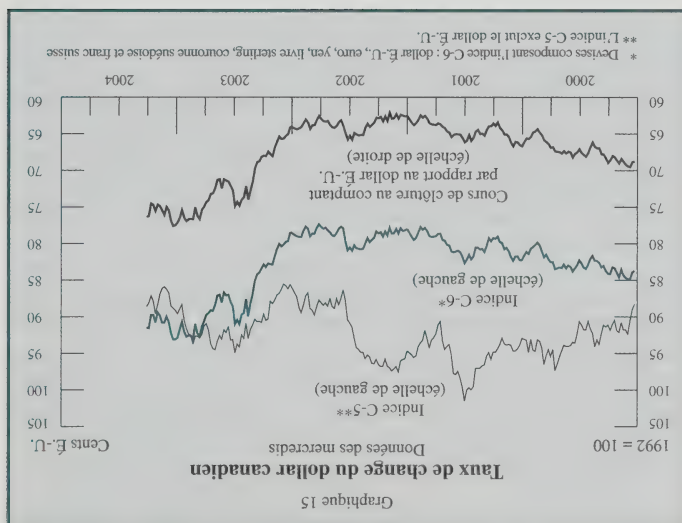
Tableau 1 Projections relatives à la croissance mondiale ^a									
Part du PIB mondial réel ^b (en pourcentage)		Croissance projetée (en pourcentage)		Contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage)		2003		2004	
						2003	2004	2003	2004
États-Unis						21	3,1	5,0	4,5
Union européenne						20	0,7	1,8	2,5
Japon						7	2,7	3,2	2,2
Chine et ENI d'Asie ^c						16	6,2	6,9	6,4
Autres						36	3,0	4,3	4,0
Ensemble du monde						100	3,1	4,3	4,1
								3,1	4,3
								1,08	1,55
								1,10	1,02
								0,22	0,15
								0,36	0,50
								1,05	0,95
								2003	2004
								2005	

a. Sources : Projections de la Banque du Canada pour les États-Unis, le Japon et l'Union européenne. Les prévisions pour les autres régions ont été calculées à partir des données de Consensus Economics (8 mars et 5 avril 2004).

b. La part de chaque pays pour 2002 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2003.

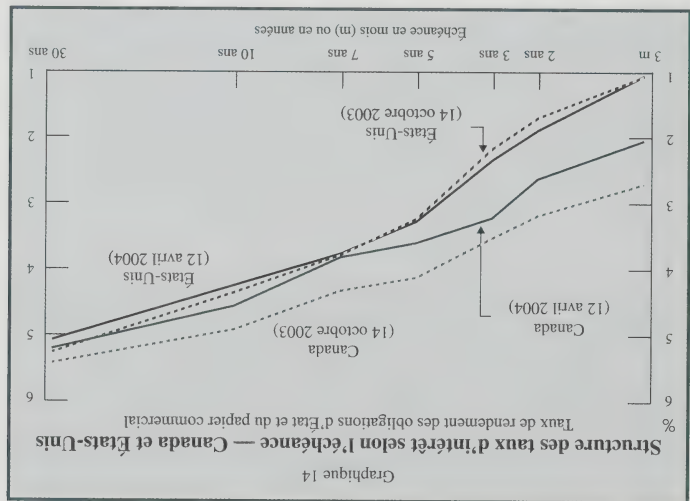
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Les perspectives à court terme d'une croissance robuste aux États-Unis se sont améliorées. La Banque estime que l'expansion atteindra un rythme d'environ 5 % en 2004 et 4 1/2 % en 2005 chez nos voisins du sud, principalement à la faveur du dynamisme des investissements et des dépenses de consommation. On s'attend à ce que les entreprises réinvestissent leurs profits afin de répondre à la demande anticipée et de réapprovisionner leurs stocks. De plus, les ménages bénéficieront des baisses d'impôt accordées et des gains projetés au chapitre de l'emploi. Toutefois, les cours élevés du pétrole,



rapprochées, ce mouvement tient à la réduction, tant anticipée qu'effective, des taux directeurs.

Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines pour les échéances rapprochées se sont fortement rétrécis entre octobre 2003 et février 2004 du fait que les taux d'intérêt ont baissé au Canada alors que les rendements des obligations du Trésor américain sont restés plutôt stables (Graphique 14). Leur diminution a été particulièrement marquée dans le cas des échéances de deux ans. Les écarts de rendement n'ont guère varié depuis février.



D'octobre à janvier, le dollar américain s'est affaibli par rapport à la plupart des devises. À la faveur de ce recul généralisé, le dollar canadien a atteint son plus haut niveau en dix ans, soit 78,86 cents E.-U., au début de janvier (Graphique 15). Depuis, de nombreuses monnaies, dont celle du Canada, voient leur cours fluctuer à l'intérieur de fourchettes assez larges mais plus stables. Dans le cas du dollar canadien, cette fourchette s'est établie entre 74 1/2 et 76 1/2 cents E.-U., ce qui se rapproche des valeurs observées au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

Depuis octobre, le dollar canadien fluctue à l'intérieur d'une fourchette large mais stable.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières ont continué de s'améliorer.

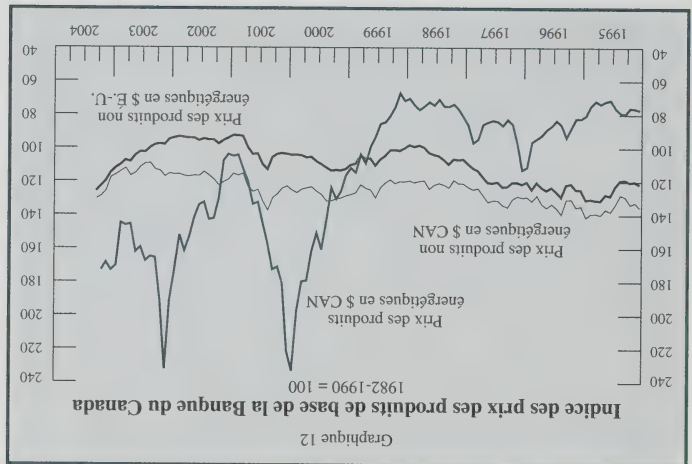
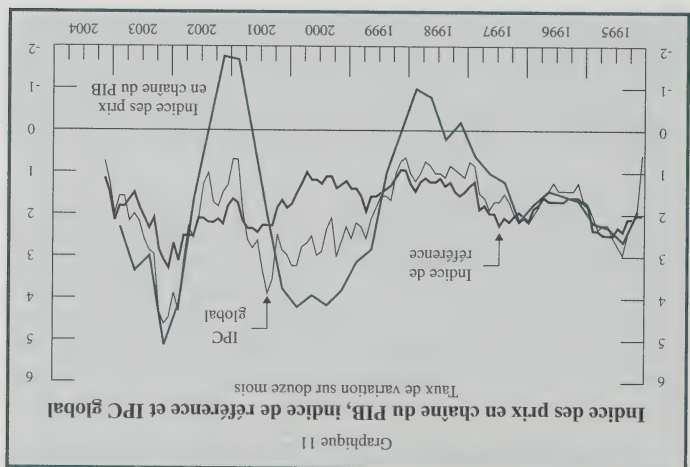
L'amélioration des conditions financières dont faisait état le Rapport d'octobre s'est poursuivie au Canada, comme presque partout ailleurs dans le monde. Les marchés boursiers ont continué de se raffermir, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont amenuisés et la courbe des rendements s'est déplacée vers le bas. La situation financière et la rentabilité des banques au pays restent saines, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit, et le niveau des liquidités est très élevé.

La demande de crédit des sociétés non financières s'est redressée ces derniers mois, mais elle demeure modeste, la hausse des bénéfices ayant permis à ces dernières de financer la majeure partie de leurs investissements à même leurs fonds autogénérés (Graphique 13). Nourri par les importantes émissions d'obligations et l'essor du marché des fiducies de revenu, le crédit à long terme aux entreprises a progressé de façon soutenue, tandis que le crédit à court terme reste inférieur à ce qu'il était il y a un an.

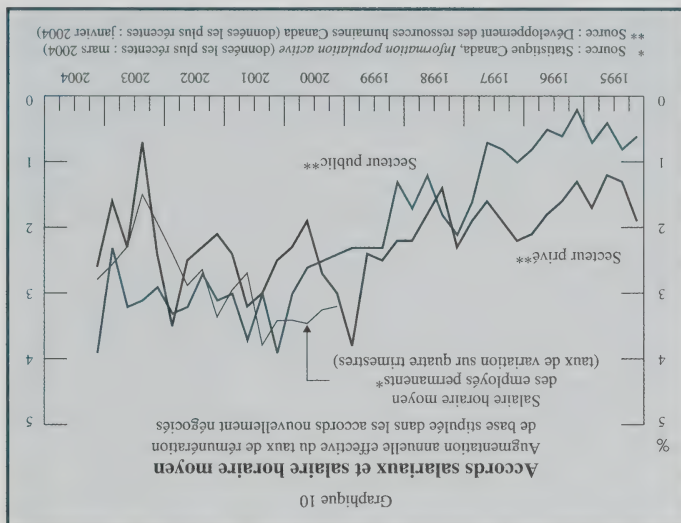
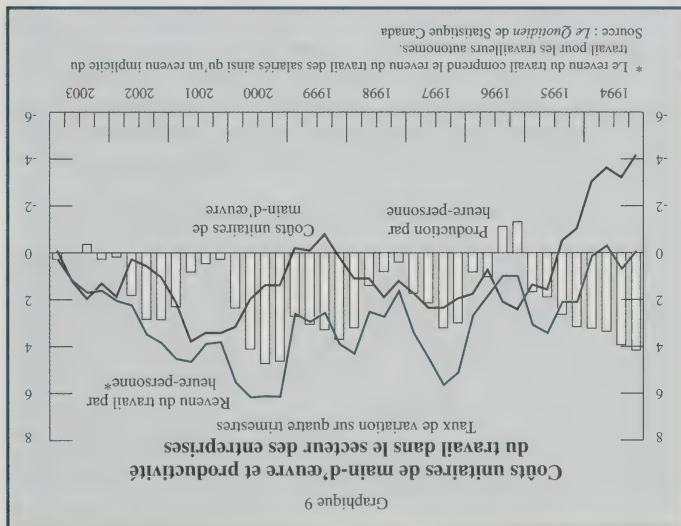


Le crédit aux ménages s'accroît toujours à un rythme rapide grâce au dynamisme de la consommation et du marché du logement. La faiblesse des taux d'intérêt a eu pour effet de maintenir les ratios du service de la dette à de bas niveaux, et la montée des prix des maisons a renforcé la situation financière des ménages. Cette dernière ne devrait donc pas être un frein à la croissance économique durant la période à venir.

La courbe des rendements au pays s'est déplacée vers le bas depuis la parution du Rapport d'octobre. Dans le cas des échéances



à rester élevés. Parallèlement, les attentes d'une poursuite de la demande vigoureuse de logements en Amérique du Nord en 2004, conjuguées à la volonté des grossistes américains de ramener leurs stocks de bois d'œuvre à des niveaux plus normaux, ont contribué à une vive remontée des prix de ce matériau.



ce qu'il était au début de l'année dernière. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence est descendue sous la cible de 2 %. Cependant, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles était sensiblement le même au quatrième trimestre de 2003 que lors des trimestres précédents, s'établissant à peu près au niveau moyen enregistré pour la période 2000-2003.

L'analyse que fait la Banque des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche actuellement un excédent habituellement supérieur à ce qu'indiquent les mesures qu'elle emploie habituellement. Les estimations de l'écart de production sont toutefois entachées de plus d'incertitude que d'habitude. En effet, en raison des déplacements d'activité intersectoriels qui sont en cours — et qui sont causés par l'évolution de la demande —, il est plus difficile encore d'évaluer les capacités effectives.

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Malgré une légère remontée de la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises au quatrième trimestre de 2003 sont restés quasiment identiques à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur n'a que peu varié entre les quatre trimestres de 2002 et de 2003. La progression de la rémunération du travail a été particulièrement faible dans les secteurs qui ont eu à subir les contrechocs de la série de chocs inhabituels ayant frappé l'économie canadienne en 2003, de sorte que cette atonie ne devrait être que passagère. D'ailleurs, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération, qui se fonde entre autres sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, semble avoir augmenté, pour atteindre environ 2 3/4 % depuis le milieu de 2003 (Graphique 10)⁴. En raison de la hausse mondiale des produits de base que le Canada exporte, l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) a été l'an dernier bien supérieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 11). Les produits de base non énergétiques ont de nouveau renchéri depuis la fin de 2003 (Graphique 12). La forte demande en Asie a aidé les cours des métaux et des céréales

4. Les augmentations annuelles moyennes qui ont été négociées dans le secteur public en janvier 2004 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus bas que d'habitude.

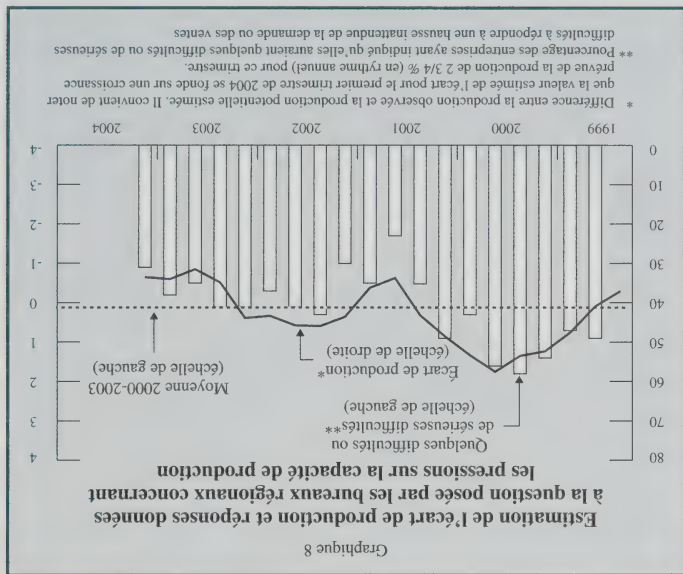
sont montrées aussi optimistes que les autres en ce qui concerne les prévisions de croissance des ventes, mais elles l'étaient considérablement moins au chapitre de leurs intentions d'embauche et d'investissement.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie tourne en déga de son potentiel depuis le second trimestre de l'an dernier (Graphique 8). Même si l'écart de production s'est rétréci quelque peu au quatrième trimestre, il subsiste d'importantes capacités excédentaires. Compte tenu de la révision à la baisse qui a été apportée aux données du PIB au Canada pour le deuxième trimestre de 2003 et des taux de croissance inférieurs aux attentes au second semestre suivant, la Banque estime que l'écart de production était un peu plus prononcé à la fin de l'année que ce qu'elle avait projeté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

Plusieurs indicateurs étayent l'opinion selon laquelle la marge de capacités inutilisées s'est accrue depuis le commencement de 2003. Ainsi, le pourcentage d'entreprises ayant signalé des pressions sur la capacité dans le cadre de la dernière enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque a diminué par rapport à

L'économie canadienne tourne en déga de son potentiel depuis le deuxième trimestre de 2003.



Note technique 2 (suite)

Toutes choses égales par ailleurs, on s'attend à ce qu'une hausse du dollar canadien réduise la demande extérieure de biens et de services produits au Canada. De fait, la croissance de la production est, depuis un an, un peu moins vigoureuse dans les branches très ouvertes au commerce international qu'elle ne l'est dans les autres. L'activité a considérablement ralenti dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. La reprise de l'économie mondiale est sur la demande dans certaines de ces branches. Ainsi, la production s'est vivement accrue dans les secteurs de l'exploitation minière, de la première transformation des métaux et de la fabrication de produits électroniques et informatiques au cours de la dernière année. Durant la même période, la forte progression de la demande internationale finale au Canada a aussi stimulé l'activité dans plusieurs secteurs peu ouverts aux échanges internationaux, comme l'impression et l'édition, la construction et le commerce de gros.

Face à la faiblesse persistante de leur niveau de rentabilité, de nombreuses entreprises appartenant aux secteurs très ouverts au commerce international ont commencé à procéder à des ajustements en 2003. L'emploi a chuté dans la plupart de ces secteurs l'an dernier alors qu'il a augmenté de façon marquée dans diverses branches peu ouvertes aux échanges internationaux, comme la construction, le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers, les assurances et l'immobilier.

Évolution de l'activité sectorielle en 2003
Taux de variation en glissement annuel

Secteur	Part du PIB global	Croissance du PIB réel	Croissance de l'emploi
Ensemble des entreprises	81,0	+1,9	+1,4
Secteurs très ouverts au commerce international	19,2	+0,9	-1,9
Dont :			
Combustibles minéraux	2,2	+1,9	+7,7
Produits de base non énergétiques et non agricoles	7,2	+2,7	-0,8
Autres secteurs très ouverts	9,8	-0,6	-2,4
Secteurs peu ouverts au commerce international ^a	61,8	+2,2	+1,9

a. Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

Note technique 2

L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale :
évolution sectorielle en 2003

En 2003, la rentabilité et la production des entreprises canadiennes ont évolué de façon fort contrastée selon les secteurs, et ce pour plusieurs raisons liées à l'ajustement de l'économie aux modifications de la conjoncture internationale. L'appréciation du dollar canadien, le raffermissement de l'activité à l'échelle mondiale, le renchérissement consécutif des produits de base ainsi que l'intégration et l'essor continus de grandes économies émergentes comme la Chine et l'Inde ont eu des effets très variés sur les différents secteurs de l'économie canadienne. La modification des niveaux de rentabilité et d'activité, parmi les secteurs, a aussi entraîné des changements profonds dans la répartition sectorielle de l'emploi.

L'incidence de la hausse du dollar canadien s'est rapidement fait sentir sur la rentabilité des entreprises qui appartiennent à des secteurs dans lesquels les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) et qui recourent de façon limitée à des opérations de couverture. En effet, bien que la rentabilité globale soit demeurée bonne en 2003, le taux moyen de rendement des capitaux propres a nettement reculé, au second semestre, dans les secteurs dont le degré d'ouverture au commerce international est positif et relativement élevé. L'érosion de la rentabilité a été particulièrement prononcée dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. En revanche, au cours de la dernière année, la rentabilité a le plus augmenté dans les secteurs dont le degré d'ouverture nette aux échanges internationaux est faible ou négatif (p. ex., le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers).

Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



1. On calcule l'ouverture nette au commerce international en ajoutant à la production qui est exportée celle de la consommation intérieure qui est satisfaite par les importations, et en retranchant du résultat obtenu celle des intrants importés dans la production, selon la formule mise au point par Dion (1999-2000). Par exemple, les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations sont considérés comme très ouverts au commerce international.

L'appréciation du dollar canadien implique que la croissance de l'économie de notre pays dépendra fortement de la demande intérieure. D'ailleurs, au dernier trimestre de 2003 et au début de 2004, l'expansion semble s'être ressentie de l'incidence de cette

... la croissance de notre économie dépendra fortement de la demande intérieure.

appréciation sur le volume net des exportations. Des déplacements d'activité devraient s'opérer, en faveur des exportations de produits de base et au détriment de celles de biens hautement manufacturés. Il est probable aussi que certains exportateurs canadiens se tournent vers les marchés de pays dont la monnaie s'est grandement appréciée par rapport au dollar américain. La réduction du coût des machines et du matériel importés des États-Unis devrait contribuer à stimuler les dépenses d'investissement et à accroître la productivité canadienne. Enfin, en réaction à l'évolution des marchés mondiaux, nos entreprises devront mettre en place de nouvelles chaînes d'approvisionnement et trouver de nouveaux créneaux pour leurs produits et services.

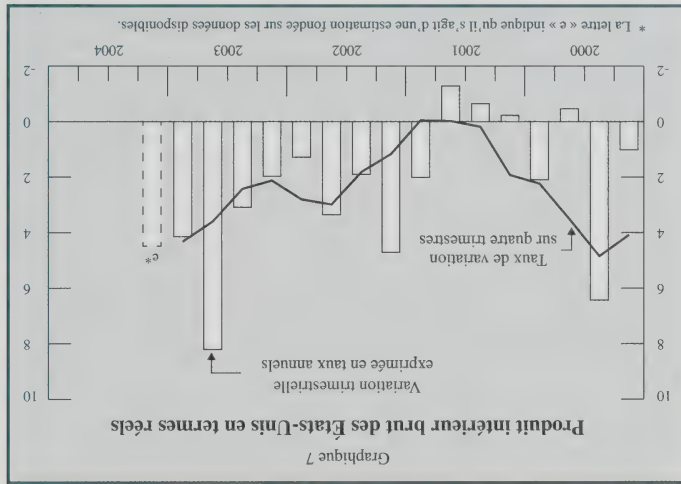
Certains des ajustements économiques provoqués par les grands changements survenus sur la scène internationale sont devenus manifestes en 2003. Mais la plupart des déplacements entre secteurs restent à venir. Bien que la rentabilité globale des entreprises soit demeurée élevée tout au long de l'année, les profits ont eu tendance à baisser dans les secteurs largement exposés à la concurrence mondiale (Note technique 2). En outre, l'avance de la production s'est consolidée et l'emploi a eu tendance à progresser, en moyenne, dans les industries du secteur des produits de base et dans celles qui sont peu exposées à la concurrence étrangère.

Beaucoup des entreprises qui ont été pénalisées par l'appréciation du dollar canadien ont déjà pris des mesures pour en atténuer l'incidence.

Les résultats de la dernière enquête de la Banque auprès des entreprises, qui s'est achevée en mars, confirment que des changements attribuables à l'évolution mondiale ont commencé à s'opérer³. Les firmes semblent un peu plus convalescentes qu'elles pourront s'ajuster à l'appréciation du dollar canadien. Beaucoup de celles que la vigueur de notre monnaie touche défavorablement ont d'ailleurs pris des mesures pour en atténuer l'incidence, principalement en comprimant leurs coûts et en accroissant leur productivité. À l'opposé, les entreprises ayant subi la montée du dollar (du fait, surtout, qu'elles ont vu diminuer le coût des intrants importés) ont, dans certains cas, réagi en abaissant leurs prix de vente au pays, mais nombre d'entre elles en ont aussi profité pour améliorer leurs marges bénéficiaires. La plupart des entreprises désavantagées par l'appréciation de la monnaie canadienne se

3. On peut consulter les résultats de l'enquête menée par la Banque auprès des entreprises au sujet de leur ajustement à l'appréciation du dollar canadien sur le site Web de l'institution, à l'adresse : <<http://www.banqueducanada.ca/tr/rpm/pdf/sondage0404.pdf>>.

quatrième trimestre de 2003. Cependant, les importations ont augmenté encore davantage, et le rythme de progression de la demande intérieure finale a perdu de la vigueur qu'il affichait au troisième trimestre. Aux États-Unis, l'essor de la dépense des ménages en logements et en biens et services, combiné à celui des investissements des entreprises en équipements et en logiciels, a donné lieu à une vive augmentation du PIB réel au second semestre de 2003 (celle-ci se chiffrant à 8,2 % au troisième trimestre, et à 4,1 % au quatrième). Les données préliminaires portent à croire que les dépenses accrues des ménages, les fortes dépenses des entreprises et l'importante reconstitution de stocks se traduiront par une croissance de l'ordre de 4 1/2 % au premier trimestre de 2004 (Graphique 7).



L'ajustement à la conjoncture internationale

L'un des faits qui ont marqué l'économie du Canada en 2003 et au début de 2004 a été le réalignement prononcé des monnaies, dont le dollar canadien. Durant cette même période, l'activité économique s'est vivement accélérée à l'échelle internationale, en particulier aux États-Unis et dans la plupart des pays asiatiques, et les prix mondiaux des produits de base ont augmenté. La montée en puissance de la Chine et de l'Inde sur la scène internationale est un autre facteur à l'œuvre. Les variations de la demande de certains types de produits canadiens découlant des changements dans la conjoncture mondiale exigeront des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligeront de nombreuses entreprises à s'adapter.

En raison des événements survenus sur la scène internationale et de la montée du dollar canadien qui en a découlé...

Note technique 1

Les tendances récentes du volume des exportations

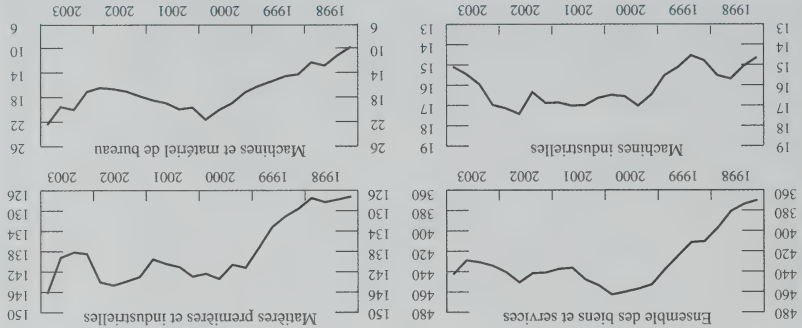
Après avoir vivement augmenté durant la seconde moitié des années 1990 et en 2000, les exportations de biens et de services stagnent depuis le début de 2001. Ce revirement est dû à plusieurs facteurs, dont la récession qui a rattrapé l'économie américaine et la reprise inégale que cette dernière a connue jusqu'au milieu de 2003. L'effondrement de la demande mondiale de nombreux types de biens d'équipement, en particulier dans le secteur des technologies de l'information et de la communication, a également contribué à freiner les exportations, tout comme la faiblesse marquée de la demande d'aéronefs et de pièces détachées dans la foulée des attentats du 11 septembre 2001. À ces difficultés se sont ajoutées les effets d'autres chocs de moindre ampleur et de nature plus temporaire, à savoir le recul des exportations de grains consécutif à de mauvaises récoltes en 2001 et 2002; l'embargo imposé à la fin de mai 2003 – et levé partiellement à la fin de septembre 2003 – sur les importations de bœuf et de bovins du Canada par suite de la découverte d'un cas de maladie de la vache folle; et la nette réduction de la demande de services de voyage et de transport au premier semestre de 2003, attribuable à la guerre en Irak et à l'épidémie de SRAS.

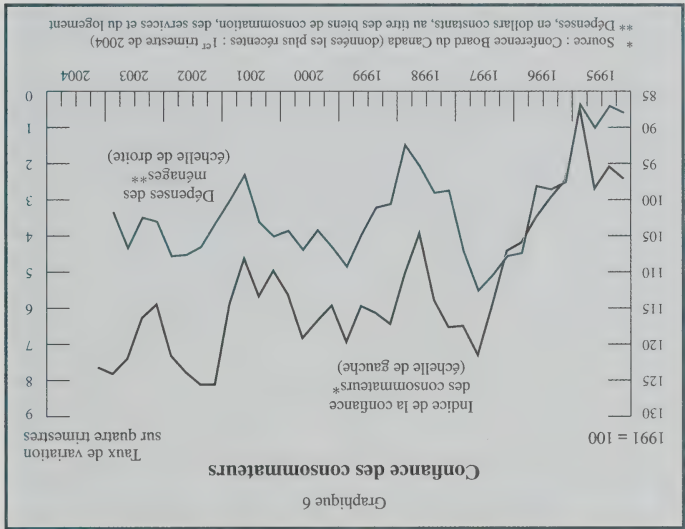
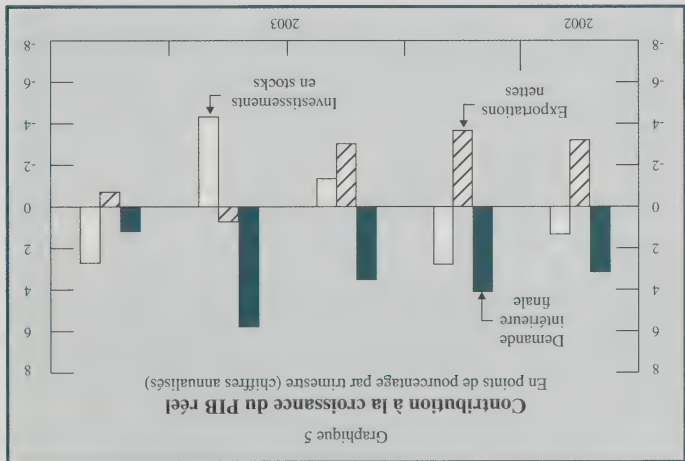
Par ailleurs, le Canada a apparemment perdu des parts de marché au profit de la concurrence étrangère dans le cas de certains produits. En particulier, les exportations de machines et de matériel de bureau ont fléchi en proportion des investissements consacrés à ces biens aux États-Unis en 2001 et 2002, en raison peut-être d'une concurrence accrue de la part des pays à marché émergent, où les coûts sont moins élevés, et du taux moins élevé d'utilisation des capacités chez nos voisins du sud. Plus récemment, l'appréciation du dollar canadien semble avoir accentué les pressions à la baisse qu'exercent sur les exportations de certains produits, notamment les machines industrielles.

Les exportations totales ont redémarré à la fin de 2003, grâce à l'atténuation des effets de certains chocs antérieurs ainsi qu'au vif élan donné aux exportations de matières premières et industrielles par la relance de l'activité industrielle mondiale et par la remontée des cours des produits de base. Les exportations de machines et de matériel de bureau se sont aussi raffermies, sous l'impulsion de la hausse considérable des dépenses consacrées à ces produits aux États-Unis. Si l'accélération des exportations de services de voyage observée au second semestre de l'année cadre avec la dissipation des retombées de chocs antérieurs, le solde du compte des voyages du Canada s'est néanmoins détérioré durant cette période, du fait d'une augmentation plus importante encore des importations de services de voyage, qui résulte peut-être de la vigueur du dollar canadien.

Volume des exportations : résultats globaux et chiffres pour certaines composantes

En milliards de dollars de 1997 – chiffres annuels désaisonnalisés





La croissance a repris vers la fin de l'année, comme prévu.

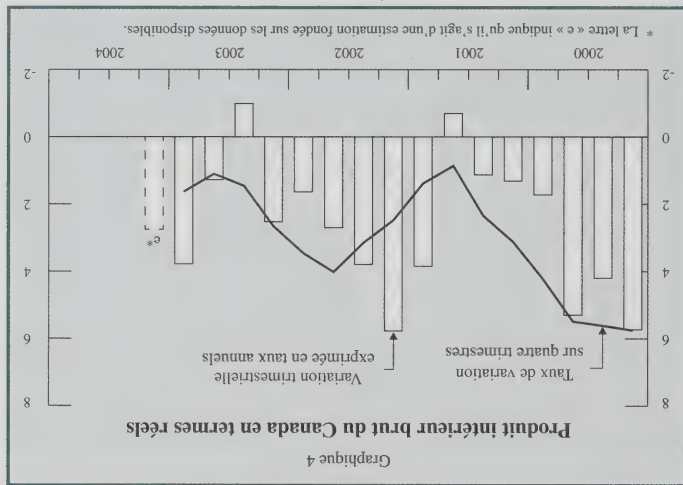
La remontée des investissements en stocks, conjuguée à l'atténuation des effets des chocs inhabituels mentionnés ci-dessus, a contribué grandement à la reprise observée vers la fin de l'année². À la faveur du renforcement de l'activité à l'échelle mondiale (Note technique 1), les exportations ont aussi connu un regain au coup le redémarrage de l'industrie bovine au pays.

2. La découverte vers la fin de l'année dernière aux États-Unis d'un cas d'ESB chez une vache provenant de l'Alberta a eu pour effet de prolonger l'embargo sur les exportations de bovins vivants du Canada, retardant encore du même

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 1,3 % au troisième trimestre de 2003, ce qui est quelque peu inférieur à ce que nous avions prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport* (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance économique s'est accélérée pour atteindre un taux annuelisé de 3,8 %, soit à peu près le rythme attendu dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier, bien que la demande intérieure finale ait été légèrement plus modeste et la demande extérieure un peu plus forte que prévu. Les indicateurs récents de la dépense et de l'activité donnent à penser que la croissance sera de près de 2 3/4 % au premier trimestre de 2004, ce qui est à peine moins que ce que nous projetions en janvier.



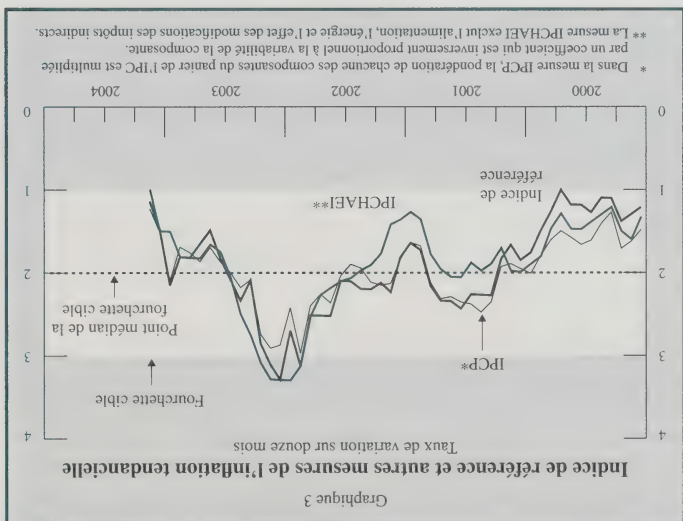
Au troisième trimestre de 2003, l'expansion a été ralentie par l'importante correction des stocks entreprise par les fabricants et les détaillants (Graphique 5). L'activité s'est également ressentie par les stocks opérée par les fabricants et les détaillants.

Les dépenses des ménages, à la faveur de la poursuite de la détente monétaire, du degré élevé de confiance des consommateurs (Graphique 6) et des baisses de prix.

Le taux d'accroissement de l'IPC global est tombé en deçà de 1 % en février.

Le bond temporaire affiché par le taux d'accroissement de l'indice de référence en décembre 2003 résultait des remboursements sur les factures d'électricité accordés aux usagers ontariens à la fin de 2002. En janvier et février 2004, ce taux s'est réinscrit en baisse, l'influence de certains facteurs ponctuels s'étant largement dissipée. En particulier, les effets des fortes majorations des primes d'assurance automobile, lesquelles avaient, pendant quelque temps, poussé à la hausse le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, se sont sensiblement estompés. Le rythme d'augmentation de la composante alimentaire de cet indice s'est aussi modéré en début d'année, en partie à cause de l'appréciation du dollar canadien depuis le commencement de 2003. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser autour de 1 1/2 % au deuxième trimestre de 2004.

La progression sur douze mois de l'IPC global se chiffrait à 0,7 % en février, contre 2,0 % au mois d'août. Ce tassement, plus marqué que celui de l'indice de référence, s'explique surtout par les réductions des prix à la consommation de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux enregistrés un an plus tôt, de même que par le ralentissement prononcé de l'augmentation, en glissement annuel, du prix à la consommation du gaz naturel. Le pétrole brut, cependant, a renchéri considérablement depuis la mi-octobre, en raison de la vitalité de la demande en Asie et de l'incidence que l'hiver relativement rigoureux a eue sur les stocks en Amérique du Nord. Résultat, le cours du brut est actuellement bien supérieur au prix prévu dans le scénario de référence dont faisait état notre dernier Rapport.

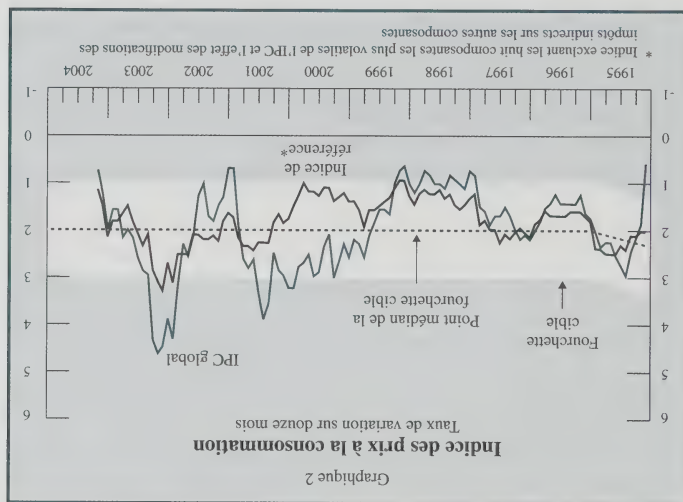


2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi au début de 2004 et était, en février, bien inférieure à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. De son côté, le taux d'augmentation de l'IPC global a reculé encore davantage en raison de la baisse des prix de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient un an plus tôt.

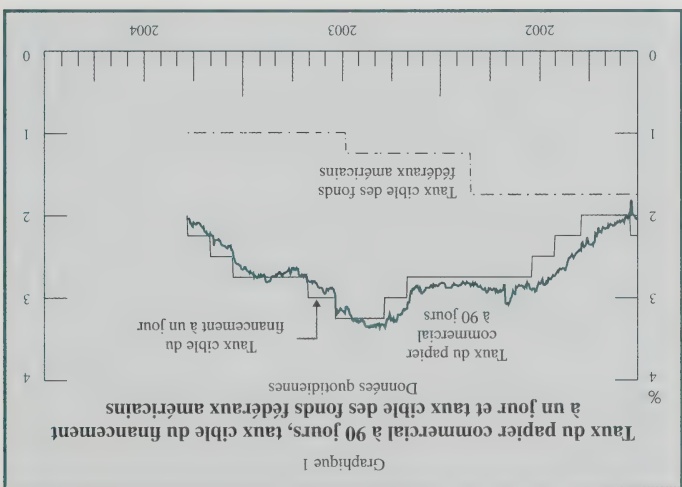
L'inflation et la cible de 2 %

Comme nous le prévoyions lors de la parution du Rapport d'octobre, l'inflation mesurée par l'indice de référence a chuté au début de 2004 alors que les effets des facteurs ponctuels ont cessé de se faire sentir (Graphique 2)¹. Après s'être établie à 1,8 % en moyenne entre août et décembre 2003, la progression de cet indice est tombée à 1,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielles que la Banque suit attentivement ont aussi diminué, et en février leur niveau avoisinait celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).



1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

mesurée par l'indice de référence se chiffrera en moyenne à quelque 1 1/2 % durant le reste de l'année et qu'elle reviendra à la cible de 2 % avant la fin de 2005.



La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture mondiale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base, au réalignement des monnaies (y compris du dollar canadien) ainsi qu'à la concurrence plus vive que livrent les pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, et aux nouveaux débouchés qu'ils offrent.

Ces changements exigent un déplacement de l'activité entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à s'adapter. La politique monétaire facilite cet ajustement en apportant un soutien à la demande globale, afin d'amener l'économie à se maintenir à un niveau proche des limites de sa capacité et l'inflation à s'établir au taux visé.

À la fin de 2003, l'économie canadienne tournait à un régime inférieur à celui que prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié en octobre dernier. Certes, on a observé un regain de vigueur au dernier trimestre de 2003, mais le PIB réel n'a pas progressé au rythme escompté au troisième trimestre, et son taux de croissance pour le deuxième trimestre a été révisé à la baisse. Ce tassement est survenu en dépit du renforcement de l'activité économique dans le monde, particulièrement aux États-Unis — mais aussi au Japon et dans d'autres économies d'Asie —, ainsi que de l'important renchérissement des produits de base. Des données préliminaires indiquent que la croissance au premier trimestre de 2004 se serait établie tout juste en deçà de 3 % en taux annualisé. Comme on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est généralement située au-dessous du taux cible de 2 % depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Dans ce contexte, la Banque a réduit son taux directeur de 75 points de base au total, lui retranchant 25 points de base à chacune des trois plus récentes dates d'annonce préétablies, pour le ramener à 2 % (Graphique 1).

Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation au pays n'ont pas changé pour l'essentiel depuis la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier dernier. La croissance de l'économie canadienne devrait s'établir aux alentours de 2 3/4 % en moyenne en 2004, puis se hisser à environ 3 3/4 % en 2005. Une telle progression permettrait à l'économie de tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de l'an prochain. On prévoit que l'inflation

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 13 avril 2004.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'octobre

2 décembre — aucune modification

20 janvier — abaissé de 25 points de base à 2,5 %

2 mars — abaissé de 25 points de base à 2,25 %

13 avril — abaissé de 25 points de base à 2 %

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la cible de 2 %	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
3. L'évolution financière	20
4. Les perspectives	23
La conjoncture internationale	23
La demande et l'offre globales	23
La mesure des attentes relatives	25
au Canada	25
à l'inflation	26
L'incidence de l'expansion monétaire	26
sur l'inflation	27
Les prévisions relatives à l'inflation	28
Bibliographie	30
Notes techniques	
1. Les tendances récentes du volume	11
2. L'ajustement aux modifications	11
de la conjoncture internationale :	14
évolution sectorielle en 2003	14

Le rôle de la politique monétaire est de faciliter les ajustements en contribuant à soutenir la demande globale.

Qu'entendons-nous par là? Comme toujours, cela signifie que nous tenterons de ramener l'inflation à la cible de 2 % en nous efforçant de faire tourner l'économie aussi près que possible des limites de sa capacité. C'est le but que nous poursuivons en permanence. Mais nous devons aussi surveiller les facteurs qui donneront lieu à des ajustements économiques au cours des prochaines années. Dans un contexte d'appréciation du dollar canadien, nous savons que l'économie devra moins s'appuyer sur la demande étrangère et s'en remettre davantage à la demande intérieure afin d'afficher une croissance vigoureuse et continue. Nous tiendrons compte de cet aspect dans la formulation de la politique monétaire.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
11 février 2004

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2004 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy,
Pierre Duguay et David Longworth.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'inclinaison des décalages sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes indirectes, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2004

BANQUE DU CANADA



2A1
FA73
M56

MONETARY POLICY REPORT

– April 2004 –

Summary

Overview

The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy. These include stronger world demand, higher commodity prices, the realignment of world currencies—including the Canadian dollar—and the intensified competition, together with new trading opportunities, coming from emerging-market economies, such as China and India.

These developments require shifts in activity among sectors and create a need for adjustments by many businesses. Monetary policy is facilitating these adjustments by supporting aggregate demand, with the goal of keeping the economy near its full potential and inflation on target.

At the end of 2003, the Canadian economy was operating at a lower level than the Bank had projected in the October *Monetary Policy Report*. Although growth rebounded in the fourth quarter of last year, real GDP growth in the third quarter was weaker than had been expected, and there was a downward revision to GDP in the second quarter. This came about despite stronger global economic activity, particularly in the United States but also in Japan and other Asian economies, and strong increases in commodity prices. Preliminary indications are that growth in the first quarter of 2004

was marginally below 3 per cent at annual rates. As expected, core inflation has generally been below the Bank's 2 per cent target since the October *Report*.

Against this backdrop, the Bank lowered its key policy rate by a total of 75 basis points, reducing it by 25 basis points on each of the last three fixed announcement dates, to bring it to 2 per cent.

Highlights

- The Bank's outlook for economic growth and inflation is essentially unchanged from that of the January *Update*.
- Growth should accelerate in the second half of this year and early next year, returning the economy close to its production potential by the third quarter of 2005.
- Inflation is expected to return to the 2 per cent target by the end of next year.
- The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy.
- The risks to the outlook appear balanced.

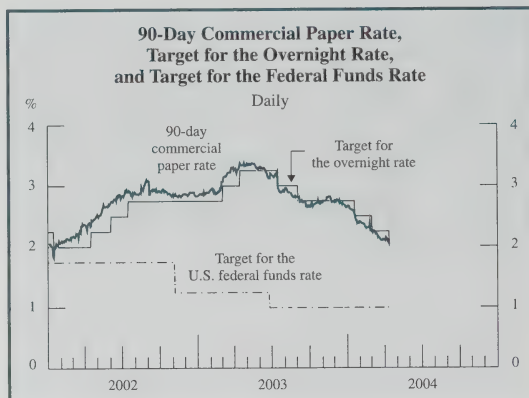
The Bank's outlook for economic growth and inflation in Canada is essentially unchanged from that of the January *Monetary Policy Report Update*. The Canadian economy is expected to grow at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. Such growth would return the economy close to its production potential by the third quarter of next year. Core inflation is expected to average about 1 1/2 per cent for the rest of 2004 and to move back to the 2 per cent target by the end of next year.

The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Recent Developments

Despite the broadening of the global economic recovery, a number of shocks affected the Canadian economy in the third quarter of 2003, and growth ended up well below expectations at an annual rate of 1.3 per cent. The economy rebounded as expected in the fourth quarter, posting an annual growth rate of 3.8 per cent. Final domestic demand was slightly weaker than expected, however, and external demand was somewhat stronger than expected.

The resurgence in growth at year-end was supported by a pickup in inventory investment. As well, there was some recovery from the temporary shocks that had previously restrained activity. Other supporting factors were favourable financing conditions and stronger global demand. Exports rebounded substantially during the fourth quarter. Preliminary indications are that economic growth eased in the first quarter of 2004.

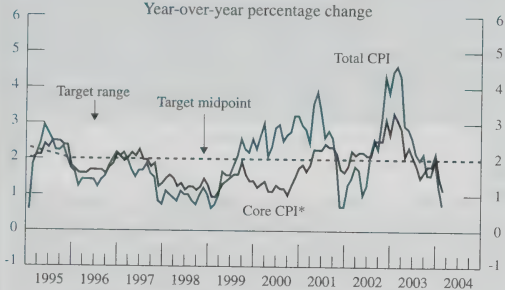


After appreciating against the U.S. dollar early this year and briefly approaching 79 cents U.S., the Canadian dollar has recently traded in a range of about 74 1/2 to 76 1/2 cents U.S.

While the economy grew at a faster rate than that of potential in the fourth quarter of 2003, the amount of excess supply in the economy at year-end was still somewhat larger than projected six months ago. It is the Bank's view that the economy is operating significantly below its potential, although with the shifts in economic activity brought on by global economic developments, there is more uncertainty than usual around estimates of potential output.

Inflation rates, both total and core, fell sharply in early 2004, as expected. This reflected the end of special factors, such as earlier substantial increases in auto insurance premiums. In addition, the stronger Canadian dollar has led to some lower food prices. Total inflation also fell because of lower prices for gasoline and fuel oil than a year ago, although oil prices have risen strongly since last October.

Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Prospects for Growth and Inflation

Even though there are indications of marginally slower growth in the first quarter, the Bank's outlook remains essentially unchanged from that of the *January Update*. Economic activity should accelerate in the second half of this year and early 2005.

The international outlook is quite positive. Prospects for a strong expansion in the global economy over the next year or so have improved. The Bank expects U.S. economic growth of about 5 per cent for 2004 as a whole, and 4 1/2 per cent in 2005. In addition, Japan may be experiencing a sustained recovery. Near-term prospects for the euro area are subdued, but the longer-term outlook is improving. Among emerging-market economies, prospects are favourable, particularly for China and India. This strong world demand should support Canadian exports and help maintain high commodity prices.

While the external outlook is bright over the near term, it does contain some downside risks, especially as we look further out. Higher oil prices, should they persist, could dampen

growth prospects, particularly in the United States. More broadly, there are uncertainties about whether current account imbalances and fiscal deficits in many industrial economies will be resolved in a way that maintains growth.

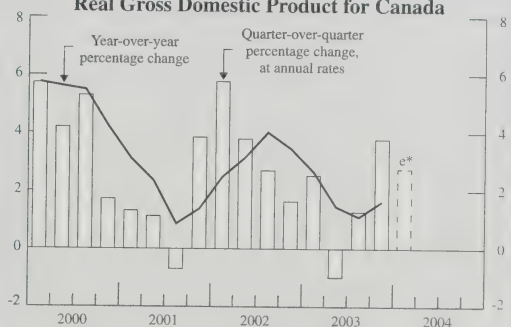
The Bank expects economic growth in Canada this year and next to come primarily from private domestic demand, reflecting the monetary stimulus in the economy and high levels of business and consumer confidence. Monetary aggregates are consistent with an increase in economic growth.

The Bank's most recent survey of businesses, completed in March, suggests that companies are somewhat more confident in their ability to adjust to the appreciation of the Canadian dollar.

Capital spending by businesses should grow robustly, supported by stronger world demand, high commodity prices, favourable financial conditions, and the lower cost of imported machinery and equipment.

Despite some softening at the end of 2003, household spending is projected to grow solidly, helped by projected stronger gains in real incomes. Government spending is projected to rise moderately this year and next.

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Solid foreign demand should support exports this year, although the stronger Canadian dollar will continue to dampen export growth and boost imports. Overall, net exports are not projected to contribute to growth in 2004 and 2005.

All told, the Bank expects real GDP to expand at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in the first half of this year. In the second half, growth should pick up to about 3 1/2 per cent. Such a result implies real GDP growth of 2 3/4 per cent for 2004 on an average annual basis.

With growth projected to peak at about 4 per cent in the first half of 2005, the Bank expects average growth of 3 3/4 per cent next year. Under this

scenario, there would be little change in the amount of excess supply in the economy in 2004, but the economy should move back close to its potential by the third quarter of 2005.

With the persistence of excess supply through 2004, core inflation should average 1 1/2 per cent over the remainder of the year. The past appreciation of the Canadian dollar may also put some modest downward pressure on core inflation through 2004. But as excess supply diminishes, core inflation is projected to move back to 2 per cent by the end of 2005. Total CPI inflation will be heavily influenced by developments in the markets for crude oil.

Projection for Core and Total CPI Inflation						
Year-over-year percentage change*						
	2004				2005	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	1.3 (1.3)	1.4 (1.6)	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)	1.9 (1.9)
Total CPI	0.9 (0.9)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.7 (1.5)	1.6 (1.4)	1.7 (1.7)
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)						
WTI (level)	35 (33)	33 (31)	32 (30)	32 (30)	32 (28)	30 (28)

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

La forte demande étrangère devrait soutenir les exportations canadiennes cette année, même si la hausse de notre monnaie continuera de freiner leur progression et de stimuler les importations. Dans l'ensemble, les exportations nettes ne devraient pas concourir à la croissance en 2004 et 2005.

Tout bien considéré, la Banque prévoit que le taux d'expansion du PIB réel avoisinera 2 3/4 % en taux actualisé au premier semestre de l'année et qu'il atteindra environ 3 1/2 % au second semestre. Ainsi, il se chiffrerait à 2 3/4 % en moyenne annuelle pour 2004.

La croissance devrait culminer aux environs de 4 % au premier semestre de 2005 et s'établir à 3 3/4 % pour l'ensemble de l'année prochaine. Selon ce scénario, la marge de capacités excédentaires restera

Le rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport au complet*, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

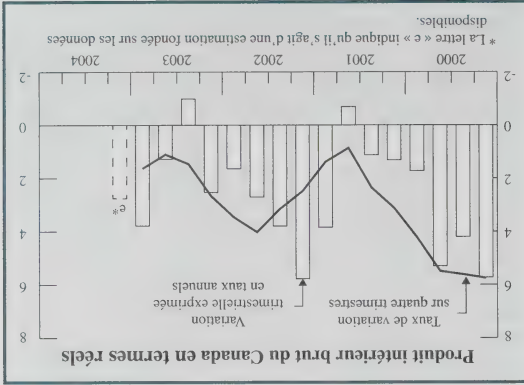
Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global

Taux de variation sur quatre trimestres*

	2004				2005	
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
Indice de référence	1,3 (1,3)	1,4 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	1,7 (1,7)	1,9 (1,9)
IPC global	0,9 (0,9)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,6 (1,4)	1,7 (1,7)
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$, l. U. le baril)						
WTI (niveau)	35 (33)	33 (31)	32 (30)	32 (30)	32 (28)	30 (28)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier.



Les dépenses en investissement des entreprises devraient connaître une nette progression, grâce au raffermissement de la demande mondiale, aux prix élevés des produits de base, aux conditions financières favorables et à la diminution du coût des machines et du matériel importés. Malgré un ralentissement vers la fin de 2003, la dépense des ménages devrait s'accroître à un bon rythme, à la faveur de l'essor projeté des revenus réels. On estime que les dépenses publiques augmentent modérément en 2004 et 2005.

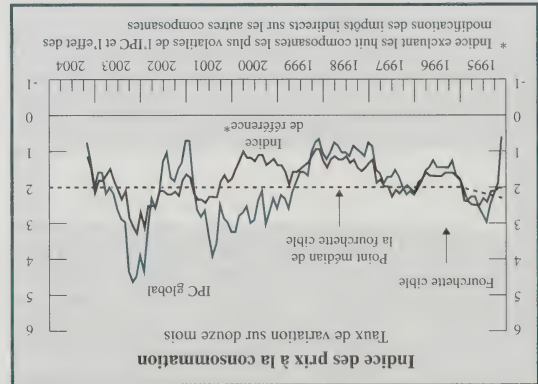
Les résultats de la dernière enquête économique. L'indice de la croissance avec une accélération de la croissance qu'affichent les agrégats monétaires cadre solide confiance des entreprises et des stimulée par la détente monétaire et la demande intérieure privée, elle-même principalement, en 2004 et 2005, de la l'économie canadienne proviendra La Banque prévoit que l'avance de sans nuire à la croissance. Les déficits budgétaires de bon nombre d'économies industrielles se résorberont perspectives d'expansion, surtout aux États-Unis. Plus globalement, on ignore si les déséquilibres de la balance courante et

terme. Le renchérissement du pétrole, s'il sombrissent le tableau, notamment à long terme. Le renchérissement du pétrole, s'il

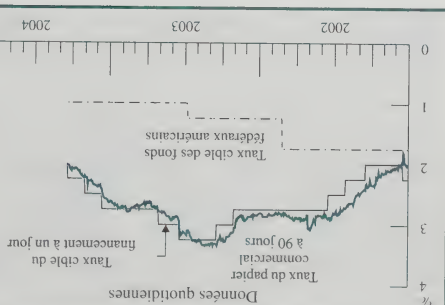
soit prometteuse à brève échéance, ce- Bien que la conjoncture extérieure prix des produits de base à un niveau élevé. canadiennes et contribuer à maintenir les mondiale devrait soutenir les exportations Chine et l'Inde. La vigueur de la demande particulièrement en ce qui concerne la émergent, le pronostic est favorable, horizon. Du côté des pays à marché prévisions s'éclaircissent au-delà de cet dans la zone euro demeure anémique, les au Japon. Si, à court terme, la croissance une reprise durable pourrait être en cours en 2004 et de 4 1/2 % en 2005. De plus, teindra un rythme moyen d'environ 5 % estime que l'expansion aux États-Unis at- La Banque mondiale au cours des douze prochains d'une progression robuste de l'économie est très encourageante. Les perspectives La situation à l'échelle internationale de 2005.

cond semestre de cette année et au début vier. L'activité devrait s'accroître au se- pas changé depuis la *Mise à jour* de jan- d'expansion au pays n'ont pratiquement les prévisions de la Banque en matière très légèrement inférieure au taux projeté, croissance au premier trimestre aurait été Malgré des signes indiquant que la

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation



Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



trimestre. Selon des indications préliminaires, l'expansion se serait tassée au cours des trois premiers mois de 2004.

Après s'être apprécié vis-à-vis de la devise américaine au début de l'année et s'être rapproché brièvement de 79 cents E.-U., le dollar canadien s'est négocié ces derniers temps dans une fourchette allant de 74 1/2 à 76 1/2 cents E.-U.

Malgré le fait que l'économie ait progressé à un rythme supérieur à celui de 2003, il subsistait à la fin de l'année une offre excédentaire légèrement supérieure à ce que nous projections il y a six mois. Et même si les estimations de la production potentielle sont encore plus incertaines maintenant qu'en temps normal, en raison du déplacement de l'activité requis par l'évolution de la conjoncture internationale, la Banque est d'avis que l'appareil de production fonctionnera nettement en deçà des limites de sa capacité.

Comme prévu, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence a chuté au début de 2004. Ce repli s'explique par la disparition de l'influence de facteurs ponctuels, dont la forte majoration antérieure des primes d'assurance automobile. De plus, l'appreciation du dollar canadien a fait baisser quelque peu les prix des aliments. La diminution de l'inflation mesurée par l'IPC global est également attribuable au recul des prix de l'essence et du mazout par rapport à leurs niveaux d'il y a un an, même si le pétrole a considérablement renchéri depuis octobre dernier.

L'évolution récente

Dans ce contexte, la Banque a réduit son taux directeur de 75 points de base au total, lui retranchant 25 points de base à chacune des trois plus récentes dates d'annonce prévisibles, pour le ramener à 2 %. Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation au pays n'ont pas changé pour l'essentiel depuis la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier dernier. La croissance de l'économie canadienne devrait s'établir aux alentours de 2 3/4 % en moyenne en 2004, puis se hisser à environ 3 3/4 % en 2005. Une telle progression permettrait à l'économie de tourner à nouveau près de son plein potentiel, d'ici le troisième trimestre de l'an prochain. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se chiffrera en moyenne à quelque 1 1/2 % durant le reste de l'année et qu'elle reviendra à la cible de 2 % avant la fin de 2005. La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture mondiale demeure la principale source d'incertitude enclavant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

Bien que la reprise de l'activité se soit généralisée à l'échelle internationale, l'économie canadienne a été secouée, au troisième trimestre de 2003, par certains chocs qui ont limité sa croissance à 1,3 % en rythme annuel, ce qui était sensible-ment inférieur à nos projections. L'économie s'est redressée au quatrième trimestre, comme nous nous y attendions, affichant une hausse, en taux annualisé, de 3,8 %. Cependant, la demande intérieure finale a été légèrement plus modeste que prévu et la demande extérieure, un peu plus forte.

Le redressement observé en fin d'année a été soutenu par une relance des investissements en stocks. Par ailleurs, notre économie s'est un peu remise des chocs temporaires qui avaient restreint son développement financier et le raffermissement de la demande mondiale ont aussi contribué à cette reprise. Les exportations ont nettement rebondi au quatrième

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Avril 2004 -

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base, au réalignement des monnaies (y compris du dollar canadien) ainsi qu'à la concurrence plus vive que livrent les pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, et aux nouveaux débouchés qu'ils offrent.

Ces changements exigent un déplacement de l'activité entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à s'adapter. La politique monétaire facilite cet ajustement en apportant un soutien à la demande globale, afin d'amenner l'économie à se maintenir à un niveau proche des limites de sa capacité et l'inflation à s'établir au taux visé.

À la fin de 2003, l'économie canadienne tournait à un régime inférieur à celui que prévoyait la Banque dans le rapport sur la politique monétaire publié en octobre dernier. Certes, on a observé un regain de vigueur au dernier trimestre de 2003, mais le PIB réel n'a pas progressé au rythme escompté au troisième trimestre, et son taux de croissance pour le deuxième trimestre a été révisé à la baisse. Ce tassement est survenu en dépit du renforcement de l'activité économique dans le monde, particulièrement aux États-Unis — mais aussi au Japon et dans d'autres économies d'Asie —, ainsi que de l'important renchérissement des produits de base. Des données préliminaires indiquent que la croissance au premier trimestre de

2004 se serait établie tout juste en deçà de 3 % en taux annualisé. Comme on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est généralement située au-dessous du taux cible de 2 % depuis la parution du Rapport d'octobre.

Faits saillants

- Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation n'ont pratiquement pas changé depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier.
- La croissance devrait s'accélérer au second semestre de 2004 et au début de l'an prochain, de telle sorte que l'économie devrait tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de 2005.
- La Banque s'attend à ce que l'inflation revienne au taux visé de 2 % avant la fin de l'an prochain.
- L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture mondiale.
- Les risques qui pèsent sur les perspectives semblent équilibrés.

CA1
FN73
-M56

Government
Publications

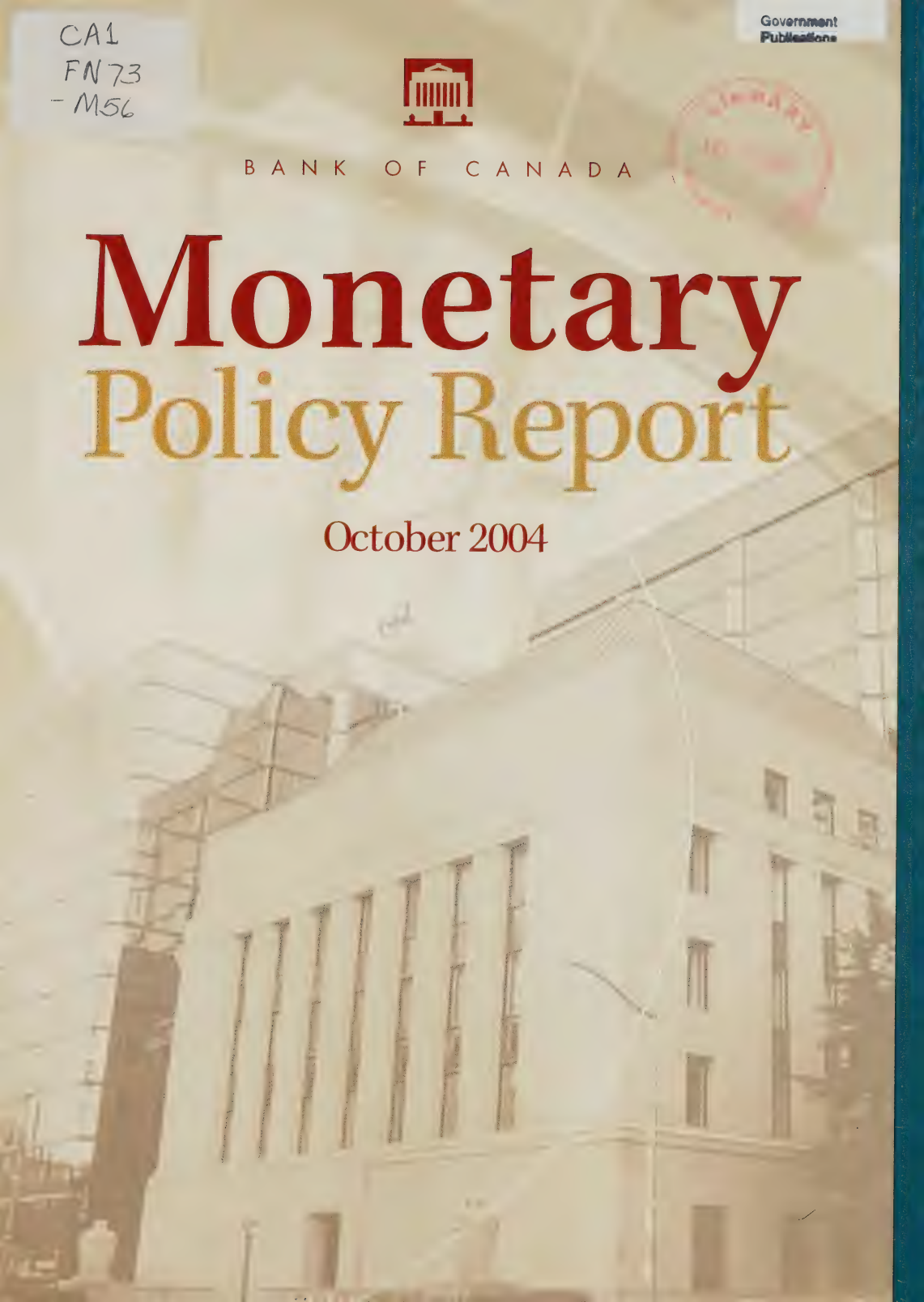


BANK OF CANADA



Monetary Policy Report

October 2004



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5209
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2004 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Mark Carney.*

We can be certain that . . . powerful global economic forces . . . will continue to be felt as the world economy continues to evolve. This evolution will lead to challenges that we must face, but it will also lead to opportunities that we must seize.

At the Bank of Canada, we will continue to monitor these global forces closely and assess their impact at home and abroad. This will help us contribute to Canada's future economic prospects through low and stable inflation.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada
20 September 2004*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	10
3. Financial Developments	20
4. The Outlook	23
International background	23
Aggregate demand and supply in Canada .	25
Measures of inflation expectations	29
Other factors affecting inflation	29
Implications of money growth	30
Inflation projection	31
Bibliography	33
Appendix:	
Inflation Performance since May 2001	35

Technical Boxes

1. Recent Movements in Oil Prices
2. Adjusting to Global Change: An Update
 of Sectoral Developments in Canada ...
3. The Dynamics of Exports and Imports ..

1. OVERVIEW

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include a marked recovery in world economic growth and an associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies such as China and India; and a realignment of world currencies, including the Canadian dollar. Canadian monetary policy is facilitating the adjustment by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

Early in the year, with core inflation below target and excess supply in the economy, the Bank lowered its target for the overnight interest rate to 2 per cent to support growth in domestic demand. Given the appreciation of the Canadian dollar in 2003, the Bank did not expect net exports (the difference between exports and imports) to make a material contribution to growth in aggregate demand in 2004 and 2005. But, in fact, in the first half of this year, exports grew much more vigorously than anticipated. As a result, the Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected in either the April *Monetary Policy Report* or the July *Update*.

Recent developments have reinforced the continuing need for economic adjustments in Canada. Largely reflecting the strength of global demand, world oil prices have risen well above the Bank's earlier assumptions. The prices of non-energy commodities are at high levels, and the Canadian dollar has strengthened further, which places additional pressure on some sectors that are highly exposed to international trade.

Over the period to the end of 2006, the Bank's base-case projection is for aggregate demand for Canadian goods and services to expand, on average, at about the same rate as potential output, which is estimated at 3 per cent. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006.

With the economy expected to remain near its production capacity throughout the projection period, core inflation is projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank moved to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight rate to 2.25 per cent on 8 September and to 2.50 per cent on 19 October (Chart 1). Further reduction of monetary stimulus will be required over time to keep inflation on target,

Developments in the target for the overnight rate since the April Report:

8 June — no change

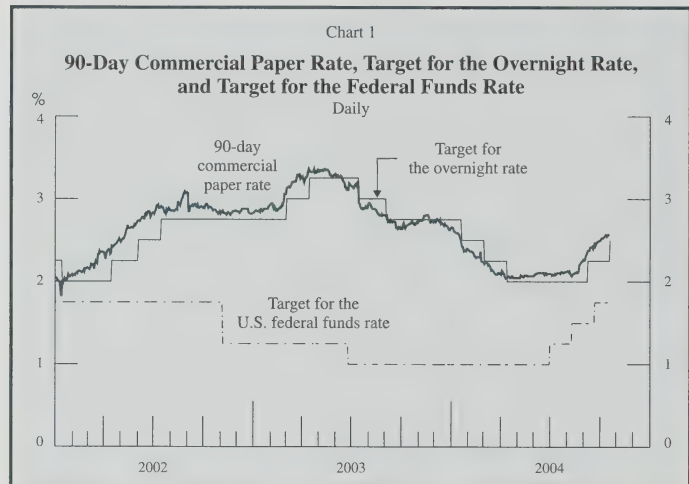
20 July — no change

8 September — up 25 basis points to 2.25 per cent

19 October — up 25 basis points to 2.50 per cent

with the pace of interest rate increases depending on the Bank's continuing assessment of the prospects for factors that affect pressures on capacity and, hence, inflation.

The outlook for Canadian exports and imports is of particular significance in this respect, given the uncertainty associated with the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in commodity prices and exchange rates. The risks surrounding global economic prospects relate primarily to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account imbalances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.



2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

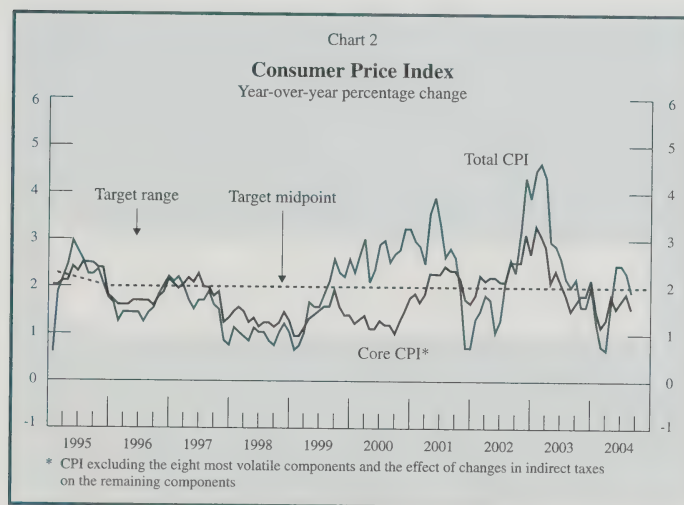
Core CPI inflation averaged 1.5 per cent in the first eight months of 2004, below the Bank's 2 per cent inflation-control target. At the same time, unexpectedly high prices for crude oil have contributed to a marked rise in the rate of increase in the total CPI.

Inflation and the 2 per cent target

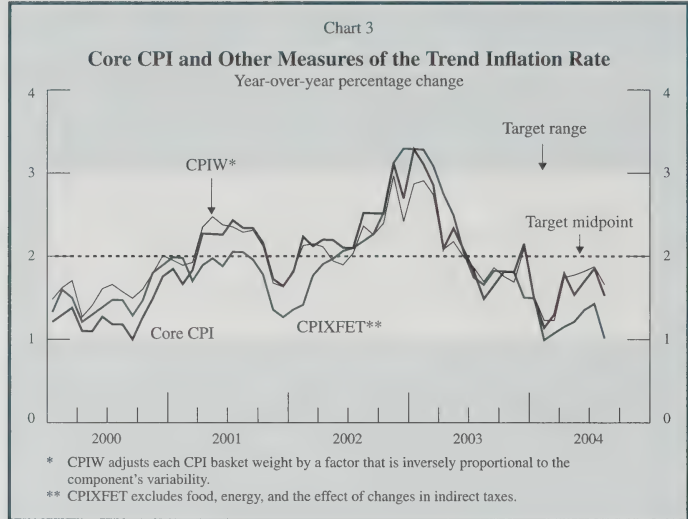
The core rate of inflation was 1.5 per cent in August, up from 1.1 per cent last February (Chart 2).¹ Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows were also below the 2 per cent target (Chart 3).

The slack in product markets, which had been evident through most of 2003 and into early 2004, contributed to keeping the core rate of inflation below the 2 per cent target through the first eight months of this year. The prices of import-intensive goods also continued to decline in the first eight months of 2004 as a result of further reductions in world prices for many consumer goods and the impact of the earlier rise in the Canadian dollar. Despite some volatility in intervening months, the overall rise in the core rate

Core inflation remained below the 2 per cent target in August.



1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



between February and August was about as projected in both the *April Report* and the *July Update*. With motor vehicle prices higher than expected, core inflation increased somewhat more than anticipated in the period from March to July. But in August, the core rate of inflation moved back into line with expectations, following renewed discounting of automobile prices. The 12-month rate of increase in consumer meat prices has also risen markedly in recent months, partly reflecting a reduced supply of chicken resulting from an outbreak of avian influenza in British Columbia's Fraser Valley.²

The rate of increase in the total CPI has risen markedly since last February.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.9 per cent in August, up from 0.7 per cent in February. This larger gain relative to the core rate was caused mainly by substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier. The price of crude oil has continued to rise since mid-April, reflecting strong global demand for oil and heightened concerns about the risks of supply disruptions in a number of oil-producing regions (Technical Box 1). Indeed, the price of oil is currently well above the levels in the base-case scenarios of both the *April Report* and the last *Update*.

2. It also reflected a recovery in consumer beef prices from the unusually low levels recorded in August 2003, following the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products as a result of the discovery of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy in Alberta.

Technical Box 1

Recent Movements in Oil Prices

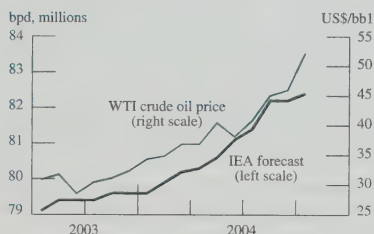
Crude oil prices have increased by more than 50 per cent since the beginning of this year, reaching a record high in October. Nevertheless, the peak oil price, in real terms, was still about 20 per cent below the historical peak reached in the second quarter of 1981. The recent unexpected rise in global oil prices has reflected both a substantial increase in the demand for oil, as world growth strengthened more than anticipated, and heightened uncertainty regarding potential disruptions to oil supplies, at a time of exceptionally low global spare capacity.

A repeated ratcheting up of actual and expected global demand during 2004 has underpinned the perception of a tighter oil market and the subsequent rise in price. The International Energy Agency's (IEA) estimate of world demand for crude oil in 2004, which stood at 80.3 million barrels per day (bpd) in April, has been raised to 82.4 million bpd. Robust economic growth in China and India has contributed to this marked rise in demand.

Spare capacity in OPEC-member countries (excluding Iraq), the only significant source of incremental short-term supply besides commercial oil stocks, is estimated to have touched record lows this year. In these circumstances, supply threats have had a particularly strong impact on prices by boosting the demand for inventories as a precaution against major supply disruptions. Concern about the security of oil production in the Middle East (particularly in Iraq), uncertainty surrounding Yukos Oil Company's production in Russia, recent political instability in Nigeria, and significant damage to oil production facilities in the Gulf of Mexico have all contributed to higher prices.

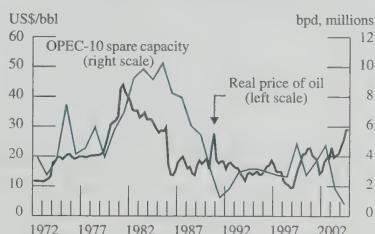
Prices of West Texas Intermediate crude oil futures suggest that prices are likely to remain at high levels in the near term, because of strong demand, low spare capacity, and supply threats. In the medium term, the global supply of crude oil should expand to meet higher demand, bringing prices gradually down. This is reflected in medium-term forward prices. The six-year forward price is currently US\$38.30 per barrel.

2004 Global Demand for Oil
vs. Spot Price



Source: IEA. Graph shows data received up to 13 October.

Real Oil Price (Constant 1982–90 Dollars)
and OPEC-10* Spare Capacity



* OPEC-10 is all OPEC countries excluding Iraq.
The 2004 value is the level in September.

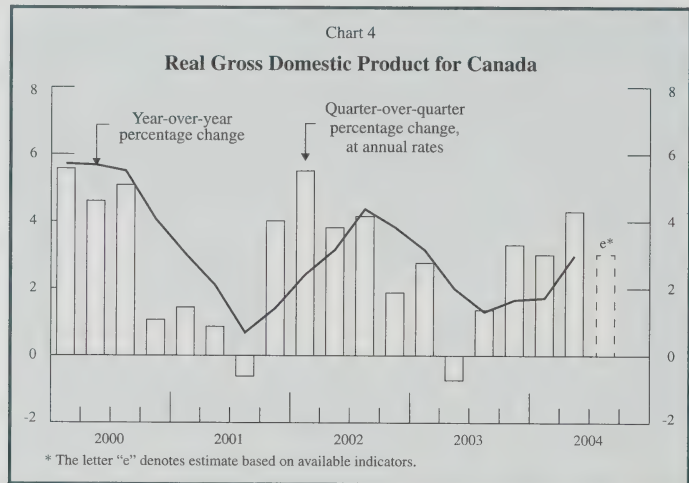
Source: IEA

Factors at work on inflation

Aggregate demand

In the first half of 2004, economic growth in Canada was higher than projected . . .

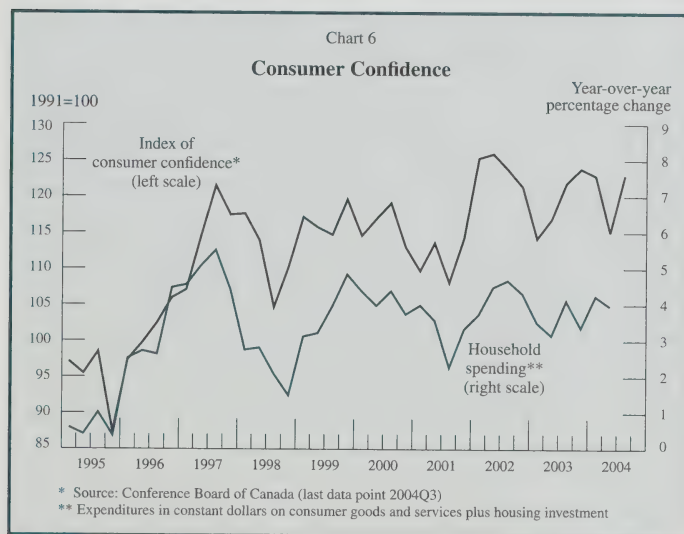
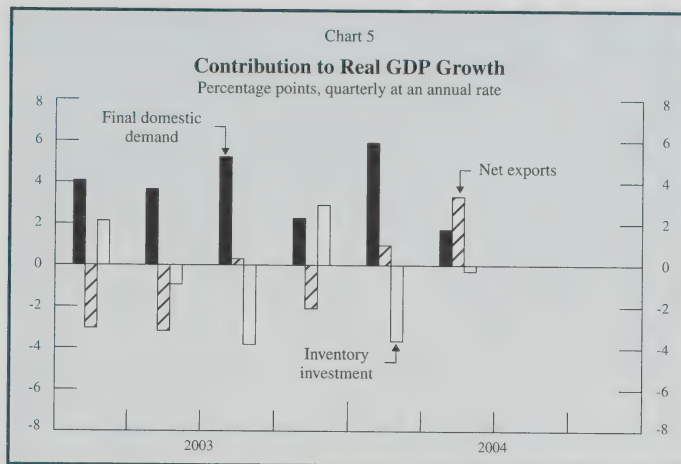
Canada's real GDP advanced at an annual rate of 3.7 per cent in the first half of 2004, higher than that projected in the last Report (Chart 4). In particular, the increase in exports was significantly stronger than expected. Recent indicators for spending and activity suggest that economic growth was about 3 per cent in the third quarter of 2004, marginally less than anticipated in the July Update.



. . . with exports surging and household spending also rising markedly.

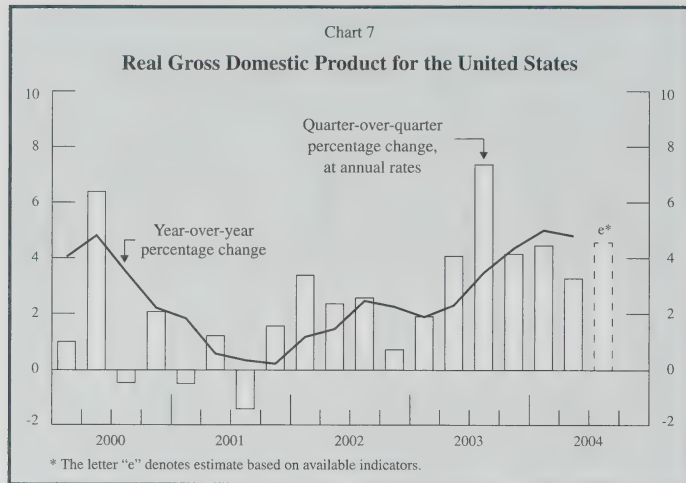
The broadly based surge in exports reflected continued strong growth in global economic activity, as well as a recovery from the unusually low level in mid-2003. Final domestic demand also rose considerably, especially at the beginning of the year (Chart 5). Household spending continued to increase at a robust pace because of past monetary stimulus and stronger gains in real incomes (Chart 6). Capital expenditures by businesses also rose substantially. Some of this increased demand was met by imports, although imports rose much less than exports. Since part of the increase in sales was likely unexpected by firms, inventories were also reduced.

Growth in the U.S. economy slowed to 3.3 per cent (at annual rates) in the second quarter of 2004 from 4.5 per cent in the first quarter, owing to weaker growth in consumption. Higher oil prices were mainly responsible for dampening consumption,



which is expected to rebound modestly in the third quarter.³ Evidence to date indicates that growth rose to about 4.5 per cent in the third quarter (Chart 7).

3. Consumption in the third quarter is supported by surprisingly strong car sales, fuelled by dealer incentives.



Adjusting to Global Change

The marked recovery in the global demand for Canadian goods and services has offset the effect of a stronger Canadian dollar...

... and boosted output in most industries highly exposed to foreign competition.

Canadian producers continue to adjust to developments in the global economy. These developments include a marked recovery in world economic growth; the associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies, such as China and India; and large movements in the U.S. dollar against most other major currencies, including the Canadian dollar. The impact of these developments on the demand for Canadian goods and services is causing changes in the composition of activity, employment, and capital spending among the various sectors of the economy, as well as major adjustments by many firms. Indeed, many companies in industries that are highly exposed to international competition are making significant modifications to their operations.⁴

Between December 2003 and July 2004, output growth in Canada remained strong in those sectors with low exposure to international trade. Over the same period, however, the strength of global demand for Canadian goods and services has also led to sharply higher output in a number of industries highly exposed to international competition (Technical Box 2).

Business capital spending and intentions have also been importantly affected by key global economic developments.

⁴ This includes industries that are highly export oriented or highly exposed to import competition.

Technical Box 2

Adjusting to Global Change: An Update of Sectoral Developments in Canada¹

Since the end of 2003, the impact of the global economic recovery on the demand for Canadian goods and services has become much more apparent. The strong recovery in exports in the first half of 2004 appears to have derived mainly from the global economic upswing and the accompanying rise in commodity prices. Exports also benefited from a shift in the composition of foreign activity in favour of components to which Canadian exports are particularly sensitive and from the diminishing effects of earlier unfavourable sectoral shocks.² Consequently, output growth in sectors highly exposed to international trade increased strongly, despite the appreciation of the Canadian dollar. In particular, production in industries manufacturing non-electrical machinery, chemical products, and fabricated metal products rose sharply. Continued substantial growth in Canada's final domestic demand during the first half of this year also contributed to further gains in activity in most sectors with a low exposure to international competition, especially in telecommunications services and retail trade.

There have been marked fluctuations in profitability among sectors in Canada since the end of 2002. Although aggregate profitability was high in 2003, the average rate of return on equity in sectors highly exposed to international trade worsened considerably between the first and third quarters of 2003. Companies in sectors where prices are determined in world markets (and denominated in U.S. dollars) quickly experienced the adverse effect of the Canadian dollar's appreciation on their profitability. Subsequently, with stronger output growth and substantial increases in world prices for commodities, profitability in most of these sectors had recovered considerably by mid-2004. The increase in profitability has been especially pronounced for manufacturers of automobiles and parts; chemicals, plastics, and rubber products; and wood and paper products.

Even so, because many companies in industries highly exposed to international trade had experienced weakness in their profitability over most of the period since 2001, they have continued to make adjustments since the end of 2003. For instance, there has been relatively little change in employment in the manufacturing sector since the end of last year, despite a marked rise in production. As well, capital spending in many industries with a high exposure to international competition (other than those producing energy and other commodities) has decreased considerably since 2002.

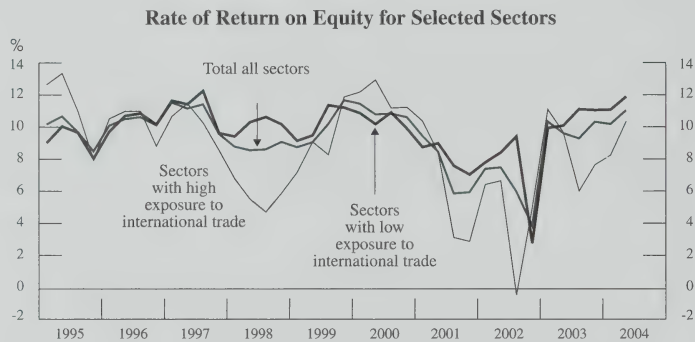
1. This technical box updates Technical Box 2 in the *April Report*.

2. See Technical Box 3 for more details.

Real GDP by Sector Percentage change		
Sector	December 2002 to December 2003	December 2003 to July 2004 (annual rate)
Aggregate business	2.7	3.5
High exposure to international trade or competition	3.3	4.0
Of which:		
Mineral fuels	2.1	0.2
Non-energy, non-farm commodity based	2.9	2.3
Other high-exposure sectors*	3.8	6.5
Low exposure to international trade**	2.5	3.3

* Includes selected non-commodity-based manufacturing industries

** Includes sectors that are exposed as net importers



Indeed, the growth of business investment since 2002 has been concentrated in sectors with low exposure to international competition, as well as in industries producing energy and other commodities. In the remaining industries that are highly exposed to international trade and, therefore, to exchange rate fluctuations, capital spending has fallen back, however.

The Bank's autumn *Business Outlook Survey* suggested that, overall, the level of confidence among firms about sales prospects over the next 12 months remains about as high as it was in the summer survey, with firms in the West being significantly more optimistic than those in Central and Eastern Canada. Optimism about prospective capital spending also continues to be fairly high. Firms in most sectors still plan to increase their investment expenditures, with manufacturing continuing to be an exception.

More generally, it appears that many Canadian firms are still adjusting to developments in the global economy. Indeed, with continuing uncertainty attached to the outlook for global demand for Canadian goods and services, the likely path of world prices for energy and non-energy commodities, and the nature and extent of further changes in currencies, the size and timing of further adjustments by Canadian businesses remains uncertain.

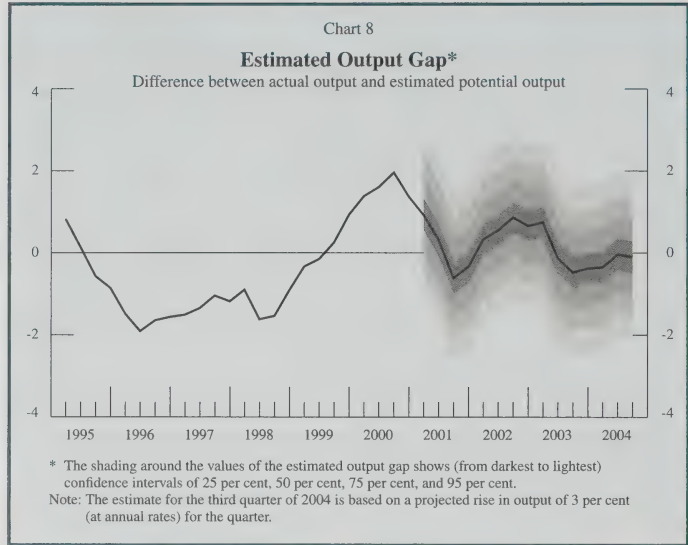
Estimated pressures on capacity

Canada's economic growth in the first half of 2004 was higher than projected in the *April Report*. This, combined with a small upward revision to real GDP data for 2003,⁵ suggests that the Canadian economy has moved up near its production potential somewhat more quickly than was expected in the last *Report*. Indeed, the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity was very close to full capacity by the second quarter of 2004 (Chart 8). While there continues to be a wide confidence interval surrounding any estimate of the output gap, the Bank believes that its conventional measure provides a balanced assessment of how close the economy is to its capacity limits. This is confirmed by the proportion of firms reporting pressures on capacity in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (Chart 9).

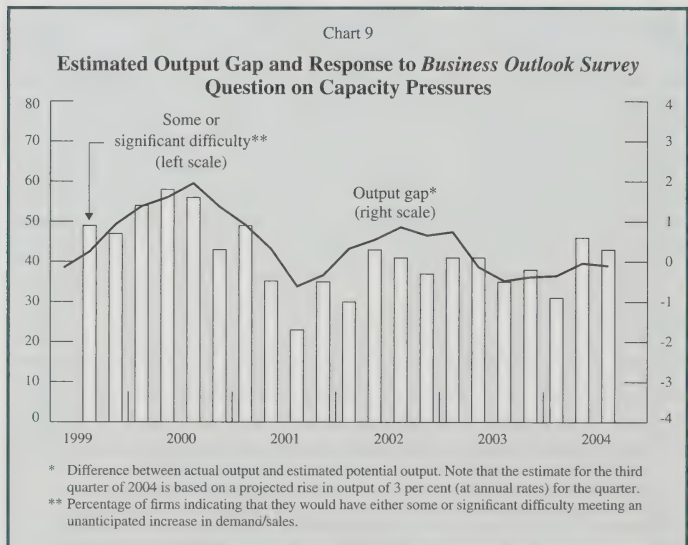
Some indicators currently point to greater pressure on capacity than the conventional measure. For instance, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector was well above the 2000–03 average. As well, the number of companies adversely affected by labour shortages rose from the summer *Business Outlook Survey*. These

Activity in the Canadian economy had moved up near its production potential by the second quarter of 2004.

5. Statistics Canada's estimate of real growth for 2003, on an average annual basis, was revised up to 2.0 per cent from an initial estimate of 1.7 per cent.



labour shortages were widespread in the resource, trucking, business and personal services, manufacturing, and construction sectors. This last shortage is consistent with the capacity pressures that have been evident in the housing market for some time.



In contrast, other indicators suggest more slack than implied by the conventional measure of the output gap. Hours worked have been below trend, and wage increases continue to be moderate. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding aerospace products and parts) also remains quite low.

There are differences in capacity utilization across industries and regions, and some of these differences may well become more pronounced in the future as a result of the ongoing adjustment process to global changes. However, there is currently little excess supply in the Canadian economy as a whole.

Cost control and output prices

Unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2004 were up modestly from year-earlier levels, even though productivity increased only slightly over the past year (Chart 10). This reflected the fact that hourly labour compensation in the business sector rose by a mere 1 per cent between the second quarter of 2003 and the second quarter of 2004. However, the underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers,⁶ seems to have been in a range between 2 1/4 and 3 1/4 per cent since the fourth quarter of 2003 (Chart 11).⁷

Unit labour costs in the second quarter of 2004 were up only modestly from year-earlier levels.

Further large year-over-year increases in the prices of Canada's commodity exports during the first half of 2004, resulting from strong growth in the world economy, contributed importantly to the pronounced increase in the annual rise in the chain price index for GDP (a broad price measure of goods and services produced in Canada) between the fourth quarter of 2003 and the second quarter of 2004 (Chart 12). However, the prices of non-energy commodities have edged down slightly since mid-2004 (Chart 13). Upward revisions to forecasts for U.S. crop production contributed to a decline in grain prices, and the prices of forest products have also eased as a result of somewhat weaker demand. In contrast, strong world demand has led to firmness in metals prices.

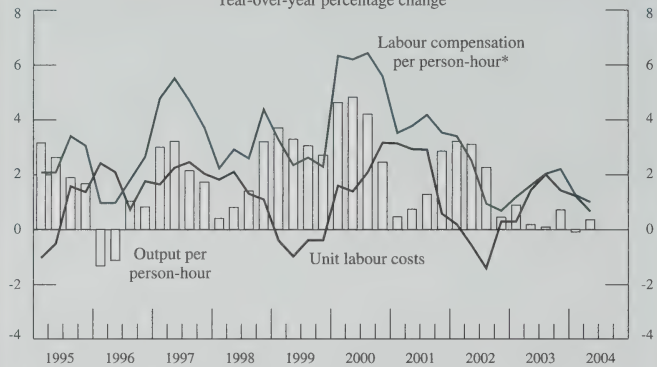
6. The average hourly earnings of permanent workers for the aggregate economy appear to give a better indication of the underlying rate of increase in wages than does labour compensation per person-hour in the business sector, partly because they are considerably less volatile. As well, the labour-compensation measure has, at times, been subject to considerable revision.

7. The drop in the average base-wage rate for contracts negotiated in the public sector in the second quarter of 2004 reflected the impact of a Government of British Columbia contract with health sector workers that contained wage cuts. The decrease in the average base-wage rate for contracts negotiated in the private sector in July 2004 reflected the impact of Air Canada agreements that contained wage freezes and some wage reductions.

Chart 10

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



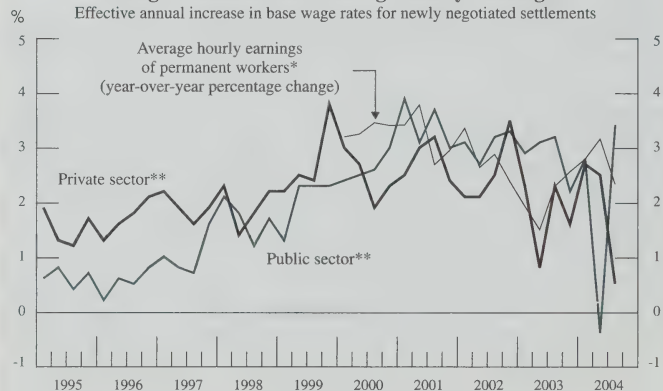
* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

Chart 11

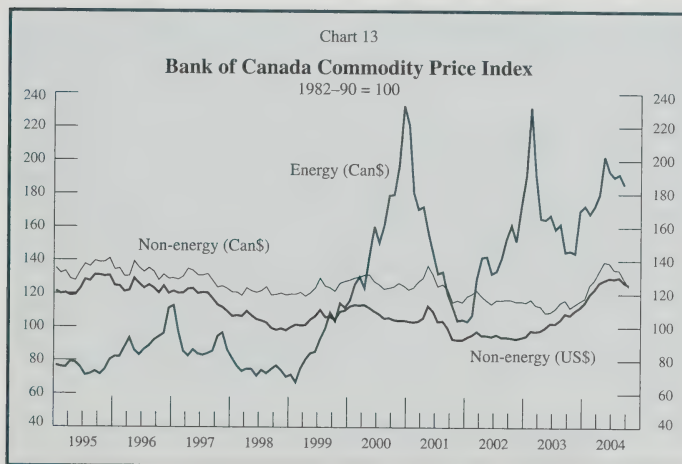
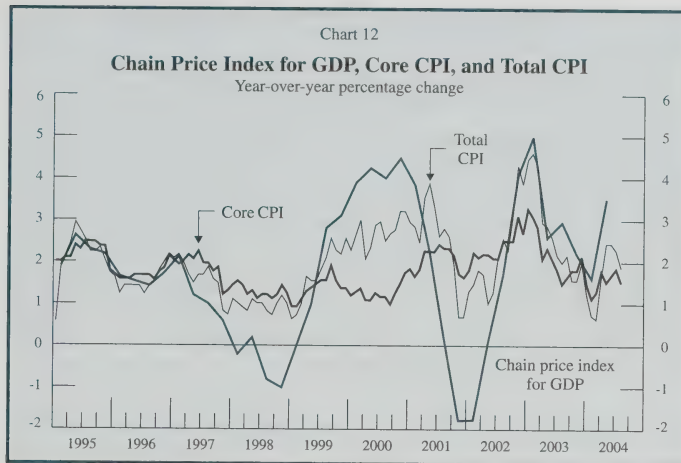
Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted, September 2004

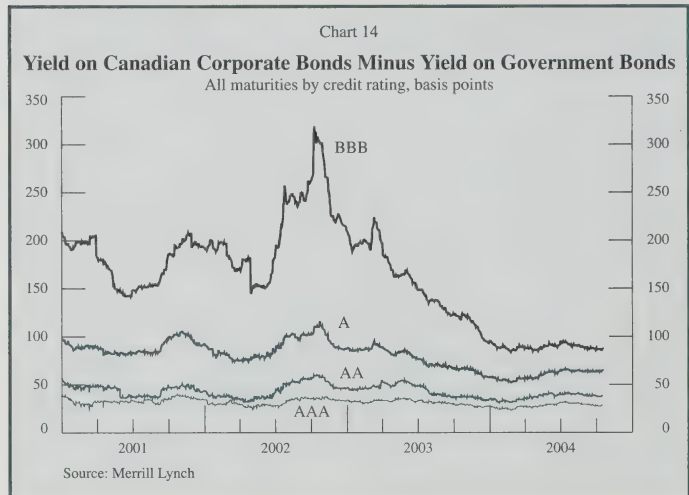
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, August 2004



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

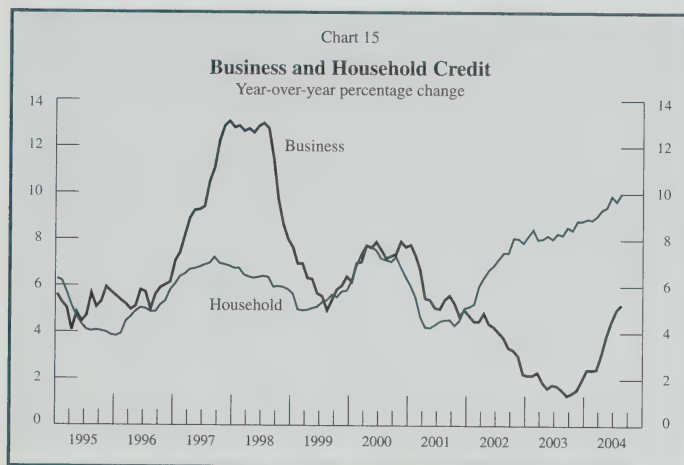
Financial conditions have been very favourable.

Financial conditions in Canada have been very favourable since the *April Report*. The yields and spreads on corporate bonds are broadly unchanged and remain below their historical averages, as strong profitability offsets concerns about the possible impact of higher interest rates in the future (Chart 14). Canadian equity markets have moved higher since the time of the last *Report*, and remain well above the levels seen a year ago. The solid earnings performance of Canadian banks, together with increased competition among financial institutions and between financial institutions and capital markets for business lending, has contributed to easier bank-lending conditions.

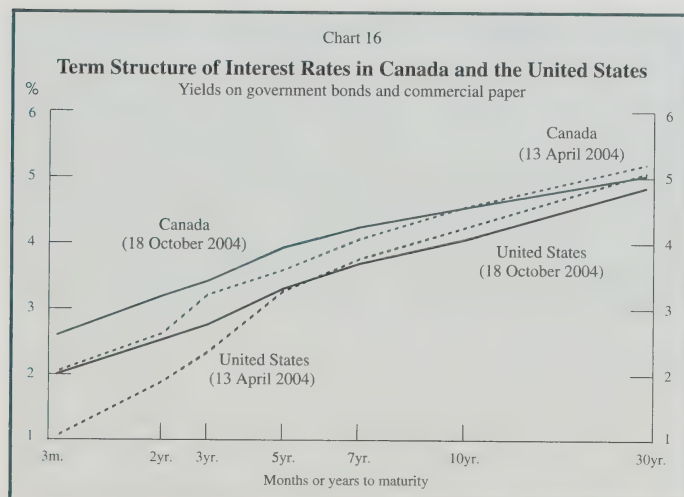


Favourable financial conditions and ongoing improvements in business balance sheets have led to a strengthening of total business credit growth, which is approaching a level in line with its historical averages (Chart 15). There has been a particularly brisk pickup in short-term business credit over the past few months—largely in the form of loans from chartered banks. This increase was due to lower borrowing costs, easier terms and conditions, and a slight increase in the demand for credit. Long-term business credit continued to grow solidly, supported by healthy issuance of bonds and equities in capital markets. However, most of the increase in business credit seems to have been directed towards general business operations rather than increased investment.

Household credit advanced at an accelerated pace, with both consumer credit and residential mortgage credit contributing to the rise. This pickup suggests that low interest rates and solid income growth are still bolstering consumption and housing investment.

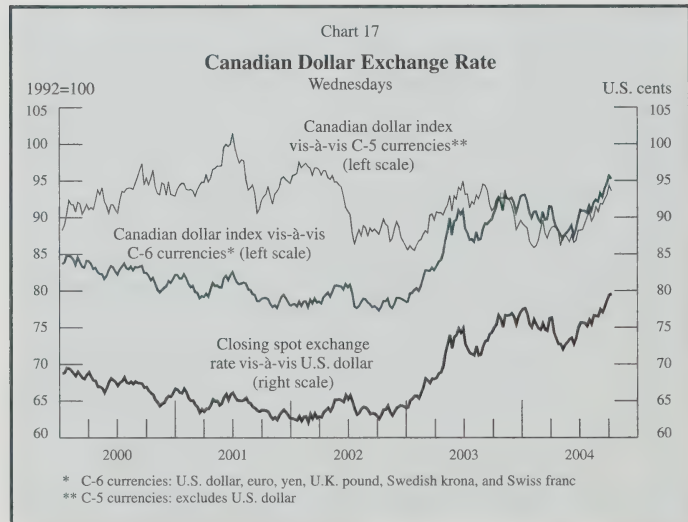


Yields on shorter-term bonds in both Canada and the United States have risen since the last *Report*, driven by higher policy rates and expectations of further increases. Yields on longer-term bonds, in contrast, have shifted down slightly (Chart 16). Furthermore, bond yields are generally well below the peaks reached in May and June of this year. The early summer peak in yields



reflected both the perceived beginning of the tightening phase in the U.S. interest rate cycle and growing optimism about the strength of the U.S. and global recoveries. Subsequent concerns over the summer months about a U.S. slowdown, combined with record high oil prices and the dampening effect that they could have on consumption in several countries, have led to a sharp drop in yields from those earlier levels. Spreads between the yields on Canadian and U.S. government bonds have generally widened over the period, largely as a result of movements in U.S. yields.

Although the Canadian dollar also exhibited significant movements over the period, it is broadly stronger since the time of the last *Report*, having appreciated by slightly over 7 per cent relative to both the U.S. dollar and the C-5 index of currencies (Chart 17). By mid-May, when the growth outlook in the United States was at its most optimistic, the Canadian dollar had fallen to approximately 71.5 cents U.S. Following this, however, a combination of weaker-than-expected U.S. growth, stronger Canadian growth, and firming commodity prices contributed to the appreciation of the Canadian dollar, which is currently trading at close to 80 cents U.S.



4. THE OUTLOOK

International background

The global economy is expected to continue to expand over the next two years, fuelled by robust growth in Asia, somewhat above potential growth in the United States, and moderate growth in Europe and Japan (Table 1). The pace of expansion will be dampened by the recent sharp increase in oil prices, however, and by a move to higher interest rates as economies currently experiencing excess supply conditions move closer to full production capacity. The Bank's base-case projection calls for world economic growth to moderate from about 4 3/4 per cent in 2004 to about 4 per cent in 2005, and to pick up to about 4 1/4 per cent in 2006.

Table 1
Global Growth Projections^a

	Share of real global GDP ^b (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to global economic growth ^c		
		2004	2005	2006
United States	21	4.6 [0.97]	3.7 [0.78]	4.1 [0.86]
European Union	20	2.1 [0.42]	1.9 [0.38]	2.6 [0.52]
Japan	7	4.1 [0.29]	1.5 [0.11]	2.1 [0.15]
China and Asian NIEs ^d	16	8.2 [1.31]	7.1 [1.14]	6.5 [1.04]
Others	36	4.6 [1.66]	4.1 [1.48]	4.8 [1.73]
World	100	4.7	3.9	4.3

a. Source: Bank of Canada

b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2002. Source: IMF, WEO Database, September 2003.

c. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

d. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

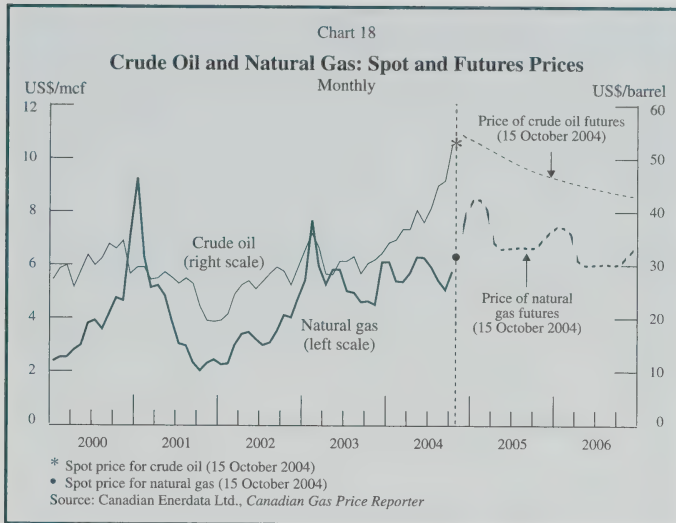
While the outlook is favourable, there are a number of uncertainties, especially beyond mid-2005. The timing and extent of fiscal consolidation in most major economies is unclear at this time. More broadly, the form of the resolution of current account imbalances, notably those in the United States and East Asia, is difficult to ascertain. And there remain ongoing geopolitical concerns.

Over the next two and a half years, the Bank's base-case projection for the U.S. economy is for growth at a rate slightly faster than that of its production capacity. The key economic driver in the United States is expected to be strong growth in business investment, responding to underinvestment in recent years and to very favourable financing conditions. Productivity gains from past and future investments and capital deepening are expected to maintain the growth of potential output at about 3 1/2 per cent. The past depreciation of the U.S. dollar should boost net exports, while the recent sharp increase in oil prices, together with a reduction in monetary stimulus, and some assumed fiscal consolidation, will dampen growth in household spending. The output gap, estimated at 1 per cent in the third quarter of 2004, is projected to narrow further during 2006.

In Europe, the recovery, although uneven, is now somewhat more firmly anchored. Robust growth in some countries, such as the United Kingdom, is counterbalanced by less-favourable prospects in Germany and Italy. The recovery in Japan is expected to be sustained, albeit at a slower pace than recorded at the end of 2003 and early 2004. Emerging-market countries in Asia should continue to contribute positively to world growth if China successfully moves towards a more sustainable growth path.

There are risks to the outlook for 2005. On the downside, the U.S. economy may slow more than expected, and the Chinese economy may slow more abruptly than projected. On the upside, investment growth and inventory rebuilding in the United States may be stronger than expected, and the Chinese economy may not slow as much as projected.

The U.S.-dollar prices of non-energy commodities are expected to remain at a relatively high level over the next two years as a result of the global economic expansion, although they are likely to ease over time as new supplies come on stream. The price of crude oil is assumed to remain above US\$50 per barrel in the first half of 2005 and to ease to about US\$43 per barrel by the second half of 2006. Natural gas prices, which will likely move up with the onset of the winter heating season, are expected to remain at relatively high levels through 2006. These assumptions are consistent with the current market expectations embodied in futures prices (Chart 18). The Bank's base-case scenario for oil prices is well above that used in both the last *Report* and *Update*.



Aggregate demand and supply in Canada

Continued strong growth of final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion in Canada through to 2006 (Table 2). Business investment is projected to strengthen further as a result of strong growth in the global economy and the resulting high level of commodity prices, very favourable financial conditions, and reductions in the prices of imported machinery and equipment. Solid growth in consumer spending should be sustained by further gains in real incomes. Housing investment is expected to stabilize at current high levels, as supply catches up with demand. And spending by all levels of government is projected to rise broadly in line with revenues as governments strive to maintain fiscal balance.

While continued global economic expansion implies further gains for Canadian exports, this is projected to be more than offset by faster growth in imports. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen the growth of Canada's exports and to boost that of imports through 2005.

However, it remains difficult to analyze Canada's international trade volumes in terms of the underlying fundamentals (Technical Box 3). At mid-2003, the levels of both exports and imports seemed well below those indicated by their historical relationships with measures of real income and relative prices. Since then, exports have moved back up near their predicted long-run levels, while imports continue to be much lower than expected. These

Continued strong growth in final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion in Canada through to 2006.

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
 Percentage points*

	2004	2005	2006
Consumption	1.8 (1.8)	1.7 (1.8)	1.7
Housing	0.4 (0.5)	0 (0)	0
Government	0.6 (0.5)	0.7 (0.7)	0.8
Business fixed investment	0.6 (0.7)	0.8 (0.9)	0.9
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>3.4 (3.5)</i>	<i>3.2 (3.4)</i>	<i>3.4</i>
Exports	3.0 (2.3)	2.0 (1.6)	1.7
Imports	-2.8 (-2.4)	-2.5 (-1.9)	-1.9
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>0.2 (-0.1)</i>	<i>-0.5 (-0.3)</i>	<i>-0.2</i>
Inventories	-0.7 (-0.7)	0.2 (0.4)	0
GDP	2.9 (2.7)	2.9 (3.5)	3.2

* Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the July Update.

puzzling developments, together with substantial and ongoing revisions to the trade data, make the projection of the future contribution of net exports to GDP growth particularly uncertain. More generally, given the various forces at play in the global economy, there are risks around our projections for imports and exports, and for business investment.

Higher-than-expected oil prices, both actual and prospective, should tend to reduce demand for Canadian exports, raise production costs for Canadian firms, and dampen household spending, all else being equal. Over time, they should also lead to higher capital spending and output by energy-producing firms. However, given the time necessary for regulatory approvals before major new projects can proceed, and given tight markets for many inputs, including skilled labour, the impact of higher oil prices on the capital expenditures of energy-producing companies is expected to be limited in the short term. Thus, higher energy prices are likely to have a small negative effect on Canadian GDP in the near term, before the positive impact on capital spending and energy output in Canada becomes more pronounced.

Growth is expected to remain close to 3 per cent through 2006 . . .

The Bank's base-case projection for Canada calls for real GDP growth to average about 3 per cent (the estimated growth rate of production capacity), at an annual rate, over the period from the second half of 2004 to the end of 2006. Given the effects of higher oil prices, including a slowing in U.S. economic expansion, and the anticipated further dampening of net exports arising from the

Technical Box 3

The Dynamics of Exports and Imports

Large changes in macroeconomic variables and significant disturbances to trade from unusual shocks, combined with ongoing high volatility and substantial revisions to trade data, have made the interpretation of export and import movements difficult over the last few years. Nevertheless, an analysis of recent trade data and macroeconomic developments within a framework of error-correction models of exports and imports suggests the following picture of trade adjustment.

Exports have sprung up in recent quarters after a period of trend decline that had brought them well below the estimated long-run “fundamental” values suggested by an econometric model based on the observed levels of foreign output, the relative price of exports, and global openness to trade, as captured by the ratio of exports to GDP in OECD countries. This shortfall seems ascribable, at least in part, to increasing slack in the world economy and to a number of unfavourable sector-specific developments.¹ The recent resurgence of exports appears to have arisen mostly from the global economic upswing and the accompanying rise in commodity prices. Exports have also probably been boosted by a shift in the composition of foreign activity in favour of components to which Canadian exports are particularly sensitive,² the diminishing effects of earlier unfavourable sectoral shocks, and to a smaller degree, a decline over the past year in manufacturing unit labour costs relative to the export price of end products. As a result, exports had climbed back closer to their predicted long-run value by the second quarter of this year.

Imports have been trending up in 2003 and 2004 relative to a measure of import-intensive activity. At the same time, however, they have fallen increasingly below the values suggested by an econometric model based on the observed levels of import-intensive activity, the relative price of imports, and global openness to trade. Work at a disaggregated level suggests that this shortfall originates largely in machinery and equipment imports and that, to a small extent, it may have arisen from attempts by industries with high propensities to import equipment parts and components to reduce excessive stocks relative to sales. Uncertainty about the estimated parameters of the import model allows for a range of probable values for the shortfall of imports. Thus, the relatively large size of the estimate shown below must be interpreted with caution.

Although it remains very hard to project with confidence how trade adjustment will evolve in the future, it seems likely that net exports will make a negative contribution to growth in the short term as exports slow more than imports. Exports might receive less support from the factors that have counteracted exchange rate effects recently, while imports would likely tend to catch up to higher long-run “fundamental” levels.

1. For a review of these shocks, see “Recent Trends in Export Volumes,” Technical Box 1, *Monetary Policy Report*, April 2004.

2. For instance, a measure that weights indexes of U.S. industrial production and various components of U.S. GDP by the relative proportions in total Canadian exports of the export categories to which they relate shows significantly more growth from the third quarter of 2003 onwards than does U.S. GDP.

**Deviation of Exports from Estimated
Long-Run Fundamentals**



Last date plotted: 2004Q2

**Deviation of Imports from Estimated
Long-Run Fundamentals**



Last date plotted: 2004Q2

Estimated Long-Run Elasticities

	Exports ^a	Imports ^a
Activity (foreign or domestic) ^b	1.0 ^c	1.0 ^c
Relative prices (of exports or imports)	-0.4	-0.9
Export intensity in OECD countries	0.6	0.4

a. Model estimated over the period 1973Q1 to 2004Q1.

b. Foreign activity: Canadian-trade-weighted average of GDP indexes for the G-6 countries.
Domestic activity: Canadian GDP less government expenditures and the statistical discrepancy, plus imports.

c. Imposed elasticity, not statistically different from an estimated unconstrained elasticity.

past appreciation of the Canadian dollar, growth is expected to be slightly less than 3 per cent during 2005 and slightly more in 2006. This implies growth, on an annual average basis, of just under 3 per cent in 2004 and 2005, and about 3 1/4 per cent in 2006.

The projection for growth in 2004 is a little higher than in the *April Report* and the *July Update*, whereas the projection for 2005 is lower. This growth projection for 2005 is also lower than the latest *Consensus* outlook.

This growth scenario implies that the Canadian economy may experience some small renewed excess supply in 2005 before returning close to its production capacity by mid-2006. The base-case scenario assumes further withdrawal of monetary stimulus over time to keep the economy near its production capacity and achieve the inflation target.

... with the economy staying close to its production capacity.

Measures of inflation expectations

While most indicators of short-term inflation expectations that the Bank follows have moved up modestly since mid-April, many of the key medium- and longer-term measures remain close to 2 per cent. In the regular survey reported in the autumn issue of the Conference Board of Canada's *Index of Business Confidence*, 72 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less. This is a lower percentage than reported nine months earlier. As well, while just under 90 per cent of firms in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, 54 per cent of respondents expected inflation to be in the upper part of the range. On the other hand, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2004 and 2005 is around 2 per cent. Consensus forecasts of inflation for 2006 and beyond also continue to be very close to 2 per cent.

While indicators of near-term inflation expectations have moved up, many longer-term measures remain close to 2 per cent.

Other factors affecting inflation

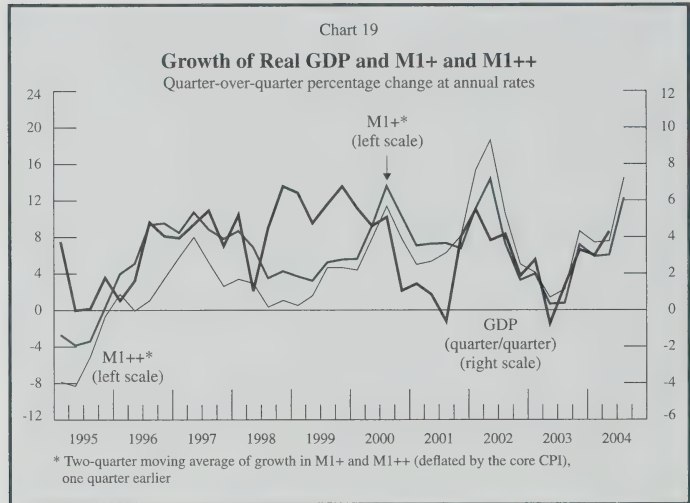
There is a heightened risk that the recent surge in the global prices of energy may pass through to the prices of non-energy goods and services. Recent experience suggests that this pass-through effect is likely to be relatively small and spread out over a period of about two years. However, this experience may understate the pass-through of the recent increase in energy prices owing to its expected persistence.

On the other hand, the appreciation of the Canadian dollar since early 2003 is expected to continue to exert some slight downward pressure on core inflation.

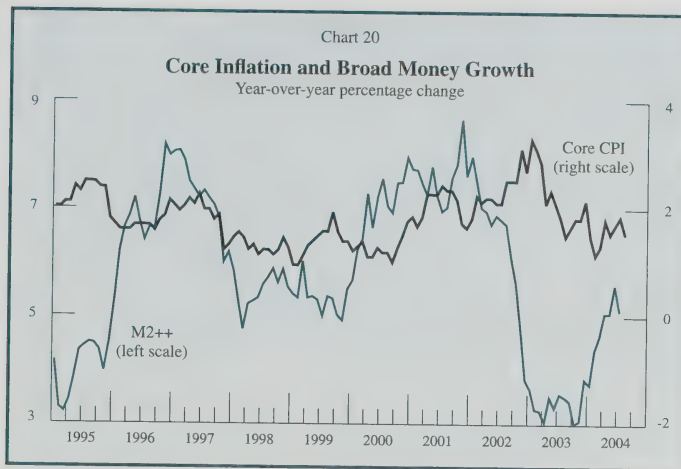
Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to rise somewhat between now and 2006. At the same time, with growth in labour productivity expected to pick up over this period, the projected year-to-year increase in unit labour costs, while rising, should be at or below 2 per cent through the projection horizon.

Implications of money growth

Growth in the narrow money aggregates—M1+ and M1++—has continued its upward trend since the last *Report*. Although the pace moderated somewhat in July and August, it remains strong on a year-over-year basis. This strength is broadly consistent with the low interest rate environment and suggests strong output growth in coming quarters (Chart 19).



Since the last *Report*, the growth of broad money—M2++—has continued to recover from the low levels of 2003. This recovery is attributed to the faster growth of the narrow money aggregates and, to a lesser extent, faster growth in non-money-market mutual funds. The stronger growth in M2++ points to a reduction in the risk of disinflationary pressure (Chart 20).



Inflation projection

The excess supply in the Canadian economy, which was evident through most of 2003 and into early 2004, should keep core inflation slightly below longer-run expectations over the next few quarters. The past appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a little downward pressure on the core rate through 2005.

The year-over-year rate of increase in the core CPI is projected to remain at about 1.5 per cent for the rest of this year. This outlook incorporates larger monthly increases in the seasonally adjusted core CPI relative to those experienced in the first eight months of 2004, because recent price discounting for such items as clothing and non-shelter services is expected to moderate, and annual increases for tuition fees and property taxes are anticipated. In view of the volatility in the core rate observed in 2004 to date, the level of uncertainty surrounding the near-term monitoring of core inflation is somewhat higher than normal.

With the economy operating near its potential over the projection period, the effects of other factors roughly cancelling each other, and inflation expectations remaining well anchored, the core rate of inflation is projected to move up to the 2 per cent target by the end of 2005 and to remain at 2 per cent through 2006 (Table 3).

Core inflation is expected to be about 1.5 per cent for the rest of 2004 . . .

. . . before moving up to the 2 per cent target by the end of 2005.

Table 3
Projection for Core and Total CPI Inflation
 Year-over-year percentage change*

	2004		2005			2006	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	1.6 (1.7)	1.5 (1.6)	1.7 (1.8)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI	2.0 (2.2)	2.8 (2.2)	3.1 (1.8)	3.0 (1.8)	1.9 (1.6)	1.5 (1.7)	1.7
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US\$ per barrel)							
WTI (level)	44 (38)	54 (38)	53 (36)	51 (36)	48 (35)	45 (33)	43

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

Total CPI inflation is likely to move well above the core rate and remain there until mid-2005.

Developments in the markets for crude oil will continue to have a crucial impact on the outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI (Chart 18). Based on the assumption that the price of crude oil will remain above US\$50 per barrel through to mid-2005, total CPI inflation is likely to rise near the top of the target range and stay there until the middle of next year. With the WTI price of oil assumed to ease below US\$50 per barrel in the second half of 2005 and then to decrease further to US\$43 per barrel by the second half of 2006, total CPI inflation should fall sharply in the second half of next year and stay below the core rate of inflation through 2006.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- _____. 2004. *Business Outlook Survey* (Autumn).
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.
- Conference Board of Canada. 2004. *Index of Business Confidence* (Autumn).
- _____. 2004. *Index of Consumer Attitudes* (September).
- Consensus Economics Inc. 2004. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

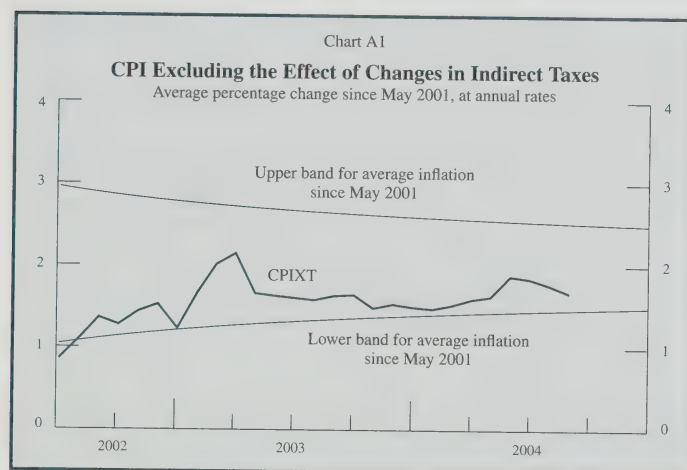
Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
 Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

APPENDIX

Inflation Performance since May 2001

In May 2001, the Government of Canada and the Bank announced the renewal of the inflation-control target for a period of five years to the end of 2006. The Bank announced its intention to strengthen the way in which the target arrangements would be implemented in order to increase the predictability of inflation over longer time horizons. Inflation performance since May 2001 is reviewed here to assess how well this commitment has been met.

The Bank's commitment to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint implies that inflation should be expected to average 2 per cent over extended periods. Indeed, the average annualized rate of inflation for the CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)¹ has been 1.7 per cent since May 2001 (Chart A1).



With monetary policy systematically directed to moving inflation to 2 per cent over a six-to-eight-quarter horizon, most outcomes for 12-month inflation will be contained within a range of ± 1 per cent around this target midpoint. Therefore, in Chart A1,

1. This measure is the focus here because the Bank's policy actions do not try to offset the first-round effects of changes in indirect taxes. Because of increases in tobacco taxes, the average rate of inflation for the total CPI was 1.9 per cent for the same period.

the range shown for May 2002 is ± 1 per cent around 2 per cent. However, the width of the range containing the same frequency of inflation outcomes would decline over time when the average inflation rate is calculated over a longer period if there is no correlation between non-overlapping 12-month inflation rates (i.e., if deviations from target are truly random). In Chart A1, this characteristic is shown by the diminishing distance over time between the upper and lower bands. For more details, see Crawford (2001).

Other approaches can be used to assess the predictability of inflation over horizons longer than one year. For instance, the annualized rate of CPIXT inflation over a two-year horizon has been within 1 per cent of the target 95 per cent of the time since May 2001 (Table A1). It has also been more tightly centred around the target midpoint than in the preceding period (from December 1996 to April 2001). As a result, the average annual rates of change measured from December 1994 for CPIXT have been very close to 2 per cent over most of the period from May 2001 to August 2004 (Chart A2).² Correspondingly, measures of inflation expectations over horizons of two years have remained tightly clustered around the target midpoint.

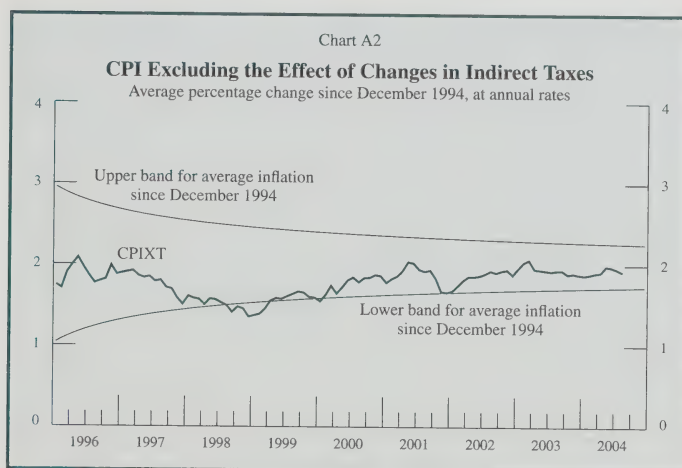
Table A1
Annualized Inflation over Two-Year Horizons
CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)

	Percentage of time within a range around the target midpoint		
	Range		
	$\pm 0.7\%$	$\pm 0.8\%$	$\pm 1.0\%$
December 1996 to April 2001	62	81	91
May 2001 to August 2004	90	95	95
May 2002 to August 2004	96	100	100

Monetary policy cannot keep inflation at exactly 2 per cent each month. Factors such as unexpected disturbances in aggregate demand and supply and large changes in the prices of volatile CPI components, such as energy, can move observed inflation above or below the target midpoint. Nonetheless, if the conduct of monetary policy is systematically focused on moving inflation towards

2. December 1995 was the first month in which monetary policy had a target range with a midpoint of 2 per cent for the 12-month inflation rate.

the target midpoint, actual outcomes should be within the target range a high percentage of the time. Indeed, the 12-month rate of change of the CPIXT has been within the target range just under 70 per cent of the time for the period under review, very close to the outcome for the preceding period from December 1995 to April 2001 (Table A2). Moreover, transitory price movements in the volatile components of CPIXT have been mainly responsible for the movements of the 12-month inflation rate that were outside the target range over this period, since the core rate of inflation has been within 1 per cent of the target midpoint only marginally less often than in the preceding period (Table A3).³ Indeed, unusually large fluctuations in the prices of energy commodities since May 2001 have contributed to somewhat more frequent, although temporary, movements in the 12-month inflation rate for the CPIXT outside the target range than was the case in the preceding period from December 1995 to April 2001.



3. This was due to a large increase in insurance premiums between the end of 2001 and early 2003, which pushed the core rate of inflation temporarily above the upper limit of the target range at the end of 2002 and early 2003.

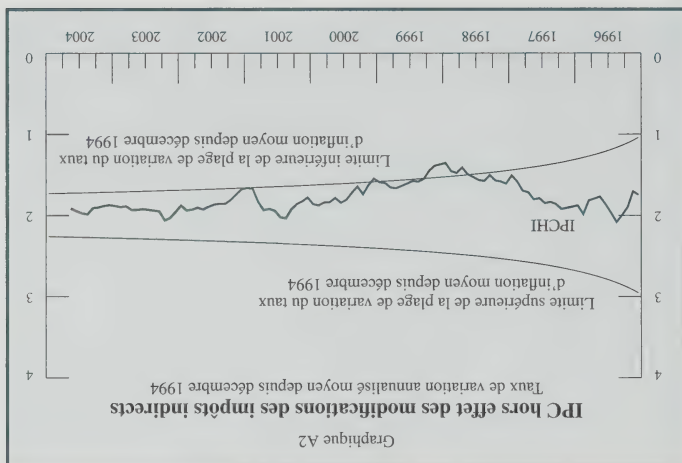
Table A2 Percentage of Time 12-Month Inflation Was Within a Range Around the Target Midpoint CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)			
	Range		
	+/-1%	+/-1.2%	+/-1.5%
December 1995 to April 2001	74	85	100
May 2001 to August 2004	68	70	83

Table A3 Percentage of Time Core Inflation (CPIX) Was Within a Range Around the Target Midpoint			
	Range		
	+/-0.7%	+/-0.8%	+/-1.0%
December 1995 to April 2001	69	85	97
May 2001 to August 2004	88	88	93

Tableau A3 Pourcentage des cas où le taux d'augmentation de l'indice de référence est resté à l'intérieur des limites précises, définies par rapport au point médian			
Limites de la plage			
	$\pm 0,7$ %	88	De mai 2001 à août 2004
	$\pm 0,8$ %	85	De décembre 1995 à avril 2001
	$\pm 1,0$ %	97	
		93	

Tableau A2 Pourcentage des cas où l'inflation sur douze mois est restée à l'intérieur des limites précises, définies par rapport au point médian IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)			
Limites de la plage			
	± 1 %	74	De décembre 1995 à avril 2001
	$\pm 1,2$ %	85	De mai 2001 à août 2004
	$\pm 1,5$ %	100	
		83	

comme l'énergie, peuvent porter le taux d'inflation au-dessus ou en dessous du point médian de la fourchette visée. Néanmoins, si la politique monétaire cherche systématiquement à orienter l'inflation vers ce point, les résultats observés devraient s'inscrire la plupart du temps à l'intérieur de la fourchette cible. Et, de fait, le taux de variation sur douze mois de l'IPC^H s'est situé dans la fourchette un peu moins de 70 fois sur 100 au cours de la période étudiée, ce qui est très proche des résultats obtenus pour la période allant de décembre 1995 à avril 2001 (Tableau A2). De plus, les cas où le taux d'inflation sur douze mois est sorti de la fourchette entre mai 2001 et août 2004 étaient dus pour la plupart à des variations temporaires des prix des composantes volatiles de l'IPC^H, comme en témoigne le fait que le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est établi à 1 point de pourcentage ou moins du point médian presque aussi souvent qu'au cours de la période précédente (Tableau A3)³. Par suite des fluctuations exceptionnelles fortes qu'ont enregistrées les prix des produits énergétiques depuis mai 2001, le taux d'augmentation de l'IPC^H sur douze mois s'est en effet inscrit un peu plus fréquemment, bien que de manière temporaire, en dehors de la fourchette cible qu'il ne l'avait fait entre décembre 1995 et avril 2001.



3. Il en a été ainsi parce que la majoration substantielle des primes d'assurance observée entre la fin de 2001 et le début de 2003 a fait passer temporairement le taux d'accroissement de l'indice de référence au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible à la fin de 2002 et au début de 2003.

autour de la valeur visée. Par conséquent, la plage de variation représentée au Graphique A1 pour le mois de mai 2002 à 2 % pour point médian et ses limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de cette valeur. Toutefois, l'amplitude de la plage renfermant la même fréquence de résultats diminuerait à mesure que s'allonge la période de calcul du taux d'inflation moyen s'il n'y a pas de corrélation entre les taux d'inflation calculés sur des périodes de douze mois qui ne se chevauchent pas (en d'autres termes, si les écarts par rapport à la cible sont véritablement aléatoires). La réduction de cette amplitude au fil du temps est illustrée au Graphique A1. Crawford (2001) analyse la question plus en détail.

Il existe d'autres façons d'évaluer la prévisibilité de l'inflation à des horizons supérieurs à un an. Par exemple, le taux d'augmentation annuelisé de l'IPC^H calculé sur deux ans s'est situé à 1 point de pourcentage ou moins de la cible 95 fois sur 100 depuis mai 2001 (Tableau A1). Il s'est également établi plus près du point médian durant cette période qu'il ne l'a fait au cours de la période précédente (soit de décembre 1996 à avril 2001). Aussi les taux de variation annuels moyens de l'IPC^H mesurés à partir de décembre 1994 sont-ils restés très voisins de 2 % pendant la majeure partie de la période comprise entre mai 2001 et août 2004 (Graphique A2). De même, les mesures de l'inflation attendue à l'horizon de deux ans sont demeurées tout près du point médian.

Tableau A1
Inflation annualisée calculée sur deux ans
IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPC^H)

Pourcentage des cas où l'inflation est restée à l'intérieur des limites précises, définies par rapport au point médian	Limites de la plage		
	± 0,7 %	± 0,8 %	± 1,0 %
	De décembre 1996 à avril 2001	62	81
De mai 2001 à août 2004	90	95	95
De mai 2002 à août 2004	96	100	100

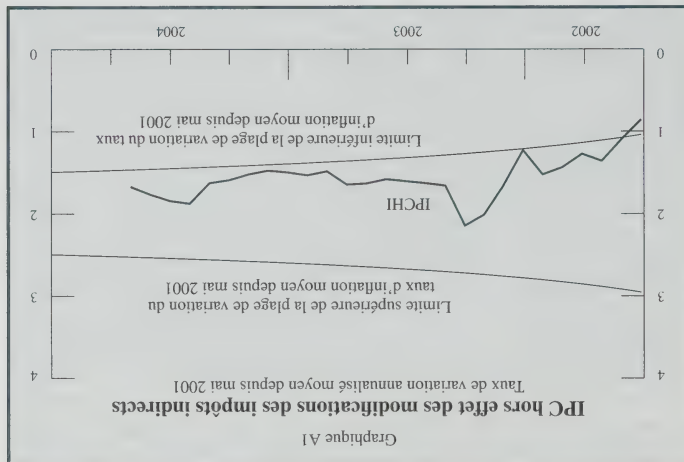
La politique monétaire ne peut maintenir l'inflation exactement à 2 % mois après mois. Différents facteurs, comme des modifications inattendues de la demande et de l'offre globales et de fortes variations des prix de composantes volatiles de l'IPC, 2. Décembre 1995 est le premier mois où la fourchette visée par la Banque pour le taux d'inflation sur douze mois était centrée sur un point médian de 2 %.

Annexe

La tenue de l'inflation depuis mai 2001

En mai 2001, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont annoncé la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2006. La Banque a alors indiqué qu'elle comptait améliorer la mise en œuvre du cadre de réalisation de la cible en vue d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme. Nous examinons ici la tenue affichée par l'inflation depuis mai 2001 en vue d'évaluer dans quelle mesure la Banque a respecté cet engagement.

L'engagement que la Banque a pris de maintenir l'inflation à 2 %, le point médian visé, implique que l'on devrait pouvoir s'attendre à ce que le taux d'inflation se situe en moyenne à 2 % en longue période. De fait, le taux d'augmentation annuelisé de l'IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)¹ s'est établi en moyenne à 1,7 % depuis mai 2001 (Graphique A1).



Comme la politique monétaire cherche systématiquement à ramener l'inflation à 2 % à un horizon de six à huit trimestres, les taux d'inflation calculés sur douze mois devraient tomber pour la plupart à l'intérieur d'une plage de ± 1 point de pourcentage

1. Nous nous concentrons sur cette mesure du fait que les interventions de la Banque ne visent pas à compenser les effets de première vague des modifications des impôts indirects. Il convient de noter qu'en raison de la majoration des taxes sur les produits du tabac, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global a été de 1,9 % durant la période en question.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la réduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

_____ (2004). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (automne). Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2004). *Index of Business Confidence* (automne). _____ (2004). *Index of Consumer Attitudes* (septembre).

Consensus Economics Inc. (2004). *Consensus Forecasts* (divers numéros). Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
 adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
 site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur les perspectives d'augmentation sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Si le prix du baril de pétrole brut demeure au-dessus de 50 dollars E.-U. jusqu'au milieu de 2005, le rythme de progression de l'IPC global pourrait bien monter à la limite supérieure de la fourchette cible et s'y maintenir jusqu'au milieu de l'an prochain. Si l'on prend pour hypothèse que le cours du West Texas Intermedate descendra sous la barre des 50 dollars E.-U. le baril dans la deuxième moitié de 2005 et diminuera encore pour s'établir à 43 dollars E.-U. le baril d'ici le second semestre de 2006, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber bien en deçà de celui de l'indice de référence au courant du deuxième semestre de 2005 et rester inférieur à ce dernier tout au long de 2006.

Le rythme de progression de l'IPC global pourrait monter bien au-dessus de celui de l'indice de référence et rester supérieur à celui-ci jusqu'au milieu de 2005.

Les prévisions relatives à l'inflation

La présence de capacités excédentaires observée au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et les premiers mois de 2004 devrait maintenir au cours des prochains trimestres l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux attendu à long terme. La Banque s'attend aussi à ce que l'appréciation passée du dollar canadien exerce de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant toute l'année 2005.

La hausse en glissement annuel de l'indice de référence devrait demeurer aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Ce chiffre tient compte d'augmentations mensuelles de l'indice de référence désaisonnalisé plus élevées que celles enregistrées au cours des huit premiers mois de 2004, car on prévoit une réduction des rabais récemment accordés, par exemple, sur les vêtements et les services non liés au logement ainsi que des majorations annuelles des frais de scolarité et des impôts fonciers. Étant donné la volatilité que le taux d'accroissement de l'indice de référence a affichée depuis le début de l'année, le suivi de l'évolution à court terme de cette mesure de l'inflation est entaché d'un peu plus d'incertitude qu'en temps normal.

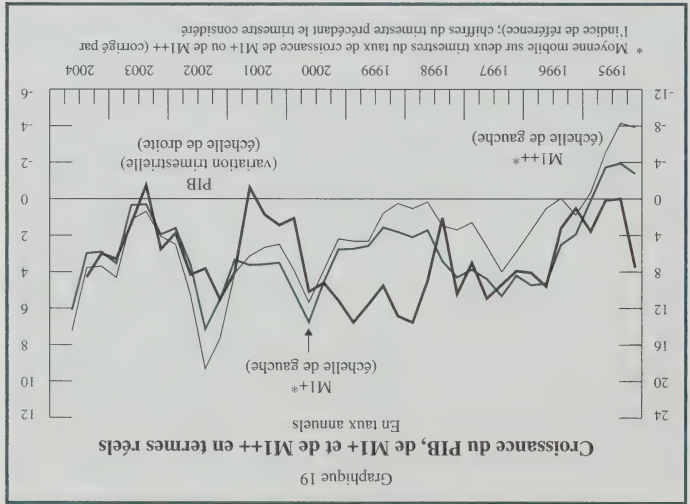
Comme l'économie tournera presque à plein régime durant la période de projection, que les effets des autres facteurs sont susceptibles de s'annuler mutuellement et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence se hissera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005 et se maintiendra à ce niveau tout au long de 2006 (Tableau 3).

Tableau 3 Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global Taux de variation sur quatre trimestres*									
	2004		2005		2006				
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.			
Indice de référence	1,6 (1,7)	1,5 (1,6)	1,7 (1,8)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)			
IPC global	2,0 (2,2)	2,8 (2,2)	3,1 (1,8)	3,0 (1,8)	1,9 (1,6)	1,5 (1,7)			
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$ É.-U. le baril)									
WTI (niveau)	44 (38)	54 (38)	53 (36)	51 (36)	48 (35)	45 (33)			43

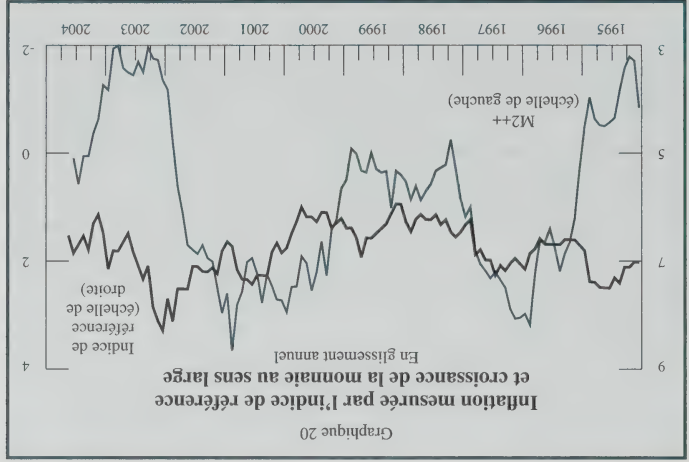
* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en juillet.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer à environ 1,5 % jusqu'à la fin de 2004...

... puis se hisser au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005.



Depuis avril, le taux d'augmentation de la monnaie au sens large, M2+, a continué de se redresser par rapport aux bas niveaux où il se situait en 2003. Sa remontée tient à l'accélération de la progression des agrégats monétaires au sens étroit et, dans une moindre mesure, à celle des fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire. La croissance plus vive de M2+ laisse entrevoir une diminution du risque de pressions désinflationnistes (Graphique 20).



Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme ont augmenté, mais un grand nombre d'indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent proches de 2 %.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont légèrement augmenté depuis la mi-avril, mais un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'autome général des prix s'accroissent au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins. Ce pourcentage est inférieur à celui obtenu il y a neuf mois. En outre, bien que, selon la livraison d'autome du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, tout près de 90 % des firmes sondées par la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années, 54 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Par contre, le rythme d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 et 2005 s'établit à environ 2 %. Leurs pronostics pour 2006 et au-delà continuent aussi de flôter les 2 %.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La dernière envoie des cours mondiaux de l'énergie risque davantage de se répercuter sur les prix des services et des produits non énergétiques. Si l'on se fie au passé récent, ces retombées devraient être d'ampleur assez faible et étalées sur une période d'environ deux ans. En raison de la persistance attendue de la hausse de ces prix, toutefois, il se pourrait qu'elles soient plus fortes que ne le donne à penser l'expérience récente. Par ailleurs, l'appréciation qu'a connue le dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le salaire horaire moyen des employés permanents progressera vraisemblablement à une cadence un peu plus rapide d'ici 2006. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter, mais il ne devrait pas dépasser 2 % au cours de la période de projection compte tenu de l'accélération attendue de la productivité du travail.

L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1 et M1++, s'est encore raffermi depuis la parution du *Rapport d'avril*. En dépit d'un certain ralentissement en juillet et en août, il demeure vigoureux en glissement annuel. Cet essor cadre en forte croissance de la production dans les trimestres à venir (Graphique 19).

demande d'exportations canadiennes, à accroître les coûts de production des entreprises canadiennes et à freiner les dépenses des ménages. Au fil du temps, cette majoration des prix devrait aussi entraîner une hausse des dépenses en capital et de la production chez les entreprises productrices d'énergie. Compte tenu du temps qu'il faut pour obtenir les approbations réglementaires nécessaires au lancement de grands projets et des vives tensions régissant les marchés des intrants, en raison notamment de pénuries de main-d'œuvre qualifiée, on s'attend à ce que l'ascension des cours de l'or noir n'ait qu'une incidence limitée à court terme sur les dépenses en capital des entreprises productrices d'énergie. Il est probable, par conséquent, que la montée des prix de l'énergie aura un léger effet négatif sur le PIB canadien dans un avenir rapproché, avant que l'effet positif se fasse sentir de façon plus prononcée sur les dépenses d'investissement et la production d'énergie.

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que le PIB réel s'accroîtra à un rythme annualisé moyen de quelque 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) pendant la période allant du second semestre de 2004 à la fin de 2006. Etant donné l'incidence de la hausse des prix du pétrole (dont un ralentissement possible de l'économie américaine) et l'effet modérateur que l'appréciation passée du dollar canadien devrait continuer d'exercer sur les exportations nettes, le taux de croissance devrait être un peu inférieur à 3 % en 2005 et légèrement supérieur à ce chiffre en 2006. Le rythme d'expansion devrait donc s'établir, en moyenne annuelle, à un peu moins de 3 % en 2004 et en 2005 et à quelque 3 1/4 % en 2006.

Les prévisions concernant la croissance en 2004 ont été révisées légèrement à la hausse par rapport aux chiffres avancés dans le Rapport d'avril et dans la *Mise à jour* de juillet, tandis que celles relatives à l'année 2005 ont été revues à la baisse. Le taux de croissance escompté pour 2005 est également inférieur aux derniers pronostics de Consensus Economics.

Une offre excédentaire modeste pourrait ainsi réapparaître dans l'économie canadienne en 2005, pour ensuite se résorber au plus tard au milieu de 2006. Le scénario de référence de la Banque suppose que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires au fil du temps, pour permettre à l'économie de tourner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.

... et l'économie devrait continuer de tourner près des limites de sa capacité.

Le taux de croissance devrait demeurer proche de 3 % jusqu'à la fin de 2006...

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
en points de pourcentage*

	2004	2005	2006
Consommation	1,8 (1,8)	1,7 (1,8)	1,7
Logement	0,4 (0,5)	0 (0)	0
Administrations publiques	0,6 (0,5)	0,7 (0,7)	0,8
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,7)	0,8 (0,9)	0,9
Total partiel : demande intérieure finale	3,4 (3,5)	3,2 (3,4)	3,4
Exportations	3,0 (2,3)	2,0 (1,6)	1,7
Importations	-2,8 (-2,4)	-2,5 (-1,9)	-1,9
Total partiel : exportations nettes	0,2 (-0,1)	-0,5 (-0,3)	-0,2
Stocks	-0,7 (-0,7)	0,2 (0,4)	0
PIB	2,9 (2,7)	2,9 (3,5)	3,2

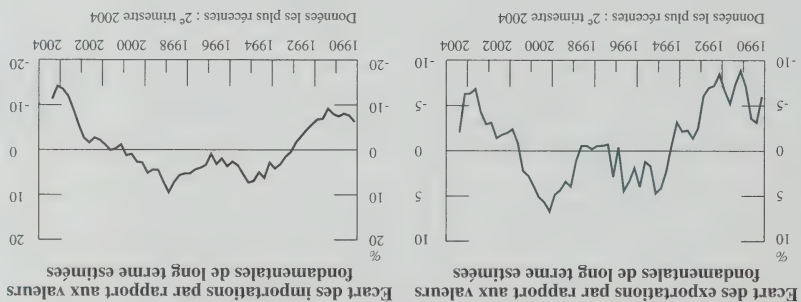
* Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans la *Mise à jour* de juillet.

La poursuite de l'expansion économique mondiale se traduira vraisemblablement par une nouvelle avance des exportations canadiennes, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations. On estime que l'appréciation passée du dollar canadien continuera de limiter la croissance des exportations canadiennes et situera plutôt celle des importations tout au long de 2005.

Néanmoins, il demeure difficile d'analyser l'évolution du volume des échanges extérieurs du Canada à partir de leurs déterminants fondamentaux (Note technique 3). Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations se situaient bien en deçà de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser penser. Depuis, les exportations sont remontées près de leur niveau estimé à long terme, tandis que les importations sont restées bien en dessous. Cette évolution inusitée, conjuguée aux révisions substantielles et continues qui sont apportées aux données du commerce, rend particulièrement incertaines les projections quant à la contribution future des exportations nettes à l'expansion du PIB. De façon plus générale, compte tenu des diverses forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale, certains risques pèsent sur les prévisions de la Banque concernant les importations, les exportations et les investissements des entreprises.

Les cours plus élevés que prévu du pétrole (actuels et à venir) devraient tendre, toutes choses égales par ailleurs, à réduire la

Bien qu'il demeure très difficile de prévoir avec confiance l'évolution future des ajustements touchant au commerce extérieur, il semble probable que les exportations nettes apporteront une contribution négative à la croissance à court terme, du fait que les exportations ralentiront davantage que les importations. Les exportations pourraient moins bénéficier des facteurs qui ont récemment neutralisé les effets de l'appréciation du taux de change, tandis que les importations pourraient tendre à regagner le terrain perdu et à remonter vers des niveaux plus élevés correspondant aux valeurs « fondamentales » de long terme.



Valeurs de long terme estimées des élasticités			
Exportations ¹	Importations ¹	Activité (à l'étranger ou intérieure) ²	Prix relatifs (des exportations ou des importations)
		1,0 ³	-0,4
		1,0 ³	-0,9
Intensité des exportations dans les pays de l'OCDE			
		0,6	0,4

1. Modèle estime les premiers trimestres de 1973 et de 2004
2. Activité à l'étranger : indices du PIB des pays du G6 pondérés en fonction des échanges commerciaux avec le Canada. Activité intérieure : PIB canadien, moins les dépenses publiques et la divergence statistique, plus les importations.
3. Élasticité imposée, qui n'est pas statistiquement différente de l'élasticité sans contraintes estimée

Note technique 3

La dynamique des exportations et des importations

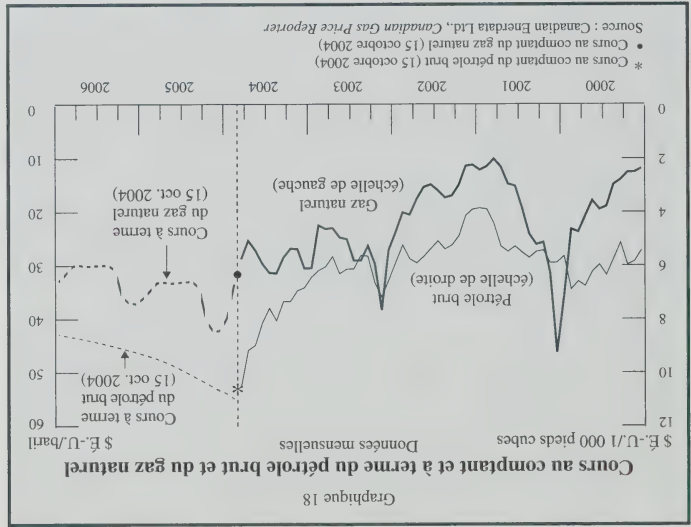
Au cours des dernières années, les fluctuations considérables des variables macroéconomiques, les perturbations importantes subies par les flux commerciaux à la suite de chocs inhabituels, ainsi que la volatilité élevée des données sur le commerce et les révisions substantielles apportées à ces dernières ont rendu difficile l'interprétation des mouvements des exportations et des importations. Néanmoins, l'analyse des données récentes relatives au commerce et à l'évolution macroéconomique, à l'aide de modèles à correction d'erreurs portant sur les exportations et les importations, permet de croire que les échanges internationaux se sont ajustés de la manière décrite ci-après.

Les exportations se sont vivement redressées au cours des derniers trimestres, après une période de baisse tendancielle au terme de laquelle elles se situaient à un niveau bien inférieur à leurs valeurs « fondamentales » de long terme (celles-ci ont été calculées au moyen d'un modèle économétrique faisant intervenir les niveaux observés de la production étrangère, les prix relatifs des exportations et le degré d'ouverture mondiale au commerce mesuré par le ratio des exportations au PIB des pays de l'OCDE). L'écart constaté est apparemment attribuable au moins en partie à l'accroissement de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie mondiale et à un certain nombre de facteurs défavorables propres à des secteurs précis. La relance des exportations enregistrée dernièrement semble avoir résulté principalement de l'essor de l'économie mondiale et du renchérissement des produits de base qui l'accompagne. Les exportations ont sans doute aussi été stimulées par un changement de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles³, par l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs et, dans une moindre mesure, par la diminution, au cours de la dernière année, des coûts unitaires des produits finaux. Les exportations se sont donc rapprochées, au deuxième trimestre de cette année, de leur valeur de long terme estimée.

En 2003 et 2004, les importations ont augmenté comparativement à une mesure des activités à forte intensité d'importations. Mais en même temps, elles sont tombées encore davantage en deçà des valeurs données par un modèle économétrique combinant les niveaux observés des activités à forte intensité d'importations, des prix relatifs des importations et de l'ouverture mondiale au commerce. Un examen des données désagrégées laisse croire que cet écart tient pour une grande part aux importations de machines et de matériel, et, dans une mesure restreinte à cet égard, aux efforts déployés pour réduire des stocks jugés excessifs par rapport aux ventes dans les industries ayant une forte propension à importer des pièces et des composantes d'équipement. Étant donné l'incertitude qui entoure les paramètres du modèle relatif aux importations, il est possible d'obtenir une fourchette de valeurs probables en ce qui concerne l'écart lié aux importations. Il convient donc d'interpréter avec prudence les estimations ci-après, qui font état d'un écart considérable.

1. Pour un examen de ces chocs, voir le texte intitulé « Les tendances récentes du volume des exportations », publié à la Note technique 1 de la livraison d'avril 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.
2. Par exemple, une mesure pondérant les indices de la production industrielle américaine et de différentes composantes du PIB des États-Unis en fonction des proportions — dans l'ensemble des exportations canadiennes — des catégories d'exportations auxquelles ces composantes se rapportent affiche une croissance beaucoup plus forte que celle du PIB américain depuis le troisième trimestre de 2003.

grimperont vraisemblablement à l'approche de l'hiver, se maintendront sans doute à des niveaux assez hauts jusqu'à la fin de 2006. Ces hypothèses cadrent avec les attentes actuelles du marché intégrées aux prix des contrats à terme (Graphique 18). Les cours pétroliers que prévoit la Banque dans son scénario de référence sont nettement supérieurs à ceux évoqués dans le Rapport d'avril et la Mise à jour de juillet.



La demande et l'offre globales au Canada

On s'attend à ce que la poursuite de la croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à l'expansion de l'économie canadienne jusqu'en 2006.

On s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à une expansion de l'économie canadienne jusqu'à la fin de 2006 (Tableau 2). Les investissements des entreprises devraient s'accroître encore sous l'effet de la vive accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale et du renchérissement des produits de base qui en a résulté, des conditions financières très favorables ainsi que des réductions des prix des machines et du matériel importés. La progression vigoureuse des dépenses de consommation sera alimentée, prévoit-on, par de nouveaux gains au chapitre des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement devraient se stabiliser aux niveaux élevés où ils s'établissent actuellement, à mesure que l'offre rattrape la demande. D'après les projections, les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmenteront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant de maintenir l'équilibre budgétaire.

de la balance courante seront corrigés, notamment aux États-Unis et en Asie orientale. Par ailleurs, la situation géopolitique reste préoccupante.

La Banque s'attend à ce que l'économie américaine progresse un peu plus rapidement que son potentiel de production pendant les dix prochains trimestres. Le principal moteur de cette croissance devrait être la vigueur des investissements des entreprises. Après plusieurs années de sous-investissement, celles-ci devraient en effet profiter des conditions financières très favorables pour rattraper leur retard. Les gains de productivité provenant d'investissements déjà réalisés et à venir permettront vraisemblablement, avec l'approfondissement du capital, de maintenir le taux d'accroissement de la production potentielle autour de 3 1/2 %. La dépréciation passée du dollar E.-U. devrait insuffler un élan aux exportations nettes, tandis que la dernière flambée des prix du pétrole, alliée à une réduction du degré de détente monétaire et à un assainissement présumé des finances publiques, freinera les dépenses des ménages. L'écart de production, évalué à 1 % au troisième trimestre de 2004, est appelé à s'amenuiser encore durant 2006.

En Europe, la reprise, quoique inégale, est maintenant un peu mieux ancrée. L'expansion économique marquée de certains pays comme le Royaume-Uni contraste avec les perspectives moins favorables en Allemagne et en Italie. Au Japon, la relance de l'activité devrait se poursuivre, mais à une cadence moins vive qu'à la fin de 2003 et au début de 2004. Les marchés émergents d'Asie devraient continuer d'alimenter la croissance mondiale, à condition que la Chine parvienne à ramener son économie sur une trajectoire d'expansion plus viable.

Certains risques, aussi bien à la baisse qu'à la hausse, pèsent sur les perspectives pour 2005. D'une part, l'économie américaine pourrait ralentir d'avantage qu'on ne s'y attend et l'atterrissage de l'économie chinoise pourrait être plus brutal que prévu. D'autre part, le rythme d'augmentation des investissements et de reconstruction des stocks aux États-Unis pourrait être supérieur aux projections, et l'activité économique en Chine pourrait ne pas décélérer autant qu'on l'anticipe.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés pendant les deux prochaines années compte tenu de l'essor de l'économie mondiale, mais ils pourraient reculer à mesure que de nouvelles sources d'approvisionnement apparaissent. On pense que le cours du baril de brut se maintiendra au-dessus de 50 dollars E.-U. durant le premier semestre de 2005 et redescendra à environ 43 dollars E. U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel, qui

4. LES PERSPECTIVES

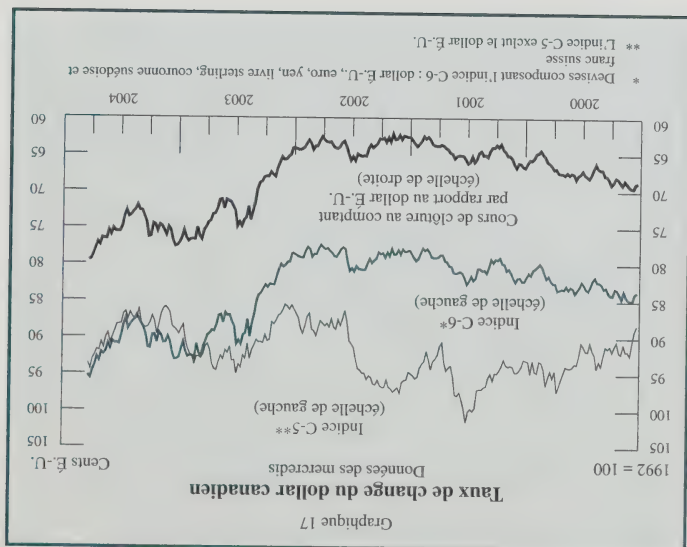
La conjoncture internationale

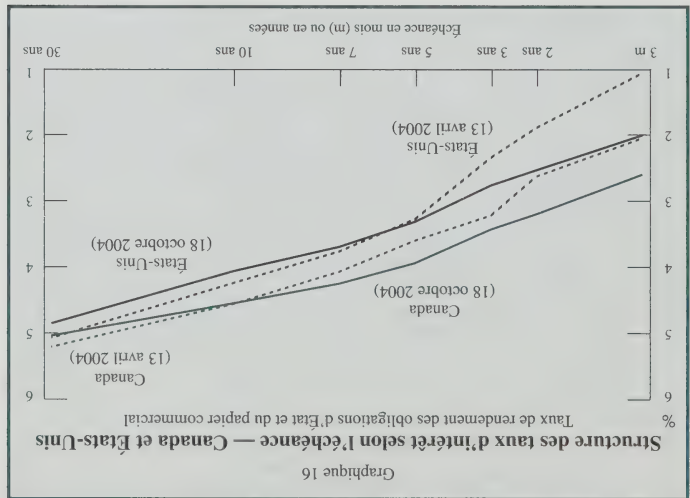
L'économie mondiale devrait poursuivre son essor au cours des deux prochaines années, sous l'impulsion de l'expansion robuste en Asie et de taux de croissance légèrement supérieurs au rythme de progression de la production potentielle aux États-Unis et modérés en Europe et au Japon (Tableau 1). Son élan sera toutefois freiné par l'envoie récente des prix de l'or noir et par le relèvement des taux d'intérêt, à mesure que les économies où existe actuellement une offre excédentaire se rapprocheront des limites de leur capacité. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que la croissance mondiale ralentira, passant de 4 3/4 % environ en 2004 à quelque 4 % en 2005, avant de remonter aux alentours de 4 1/4 % en 2006.

Tableau 1 Projections relatives à la croissance mondiale ^a				
Part du PIB mondial réel ^b (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage) ^c			Ensemble du monde
	2004	2005	2006	
	2004	2005	2006	
États-Unis	21	4,6 [0,97]	3,7 [0,78]	4,1 [0,86]
Union européenne	20	2,1 [0,42]	1,9 [0,38]	2,6 [0,52]
Japon	7	4,1 [0,29]	1,5 [0,11]	2,1 [0,15]
Chine et ENI d'Asie ^d	16	8,2 [1,31]	7,1 [1,14]	6,5 [1,04]
Autres	36	4,6 [1,66]	4,1 [1,48]	4,8 [1,73]
Ensemble du monde	100	4,7	3,9	4,3

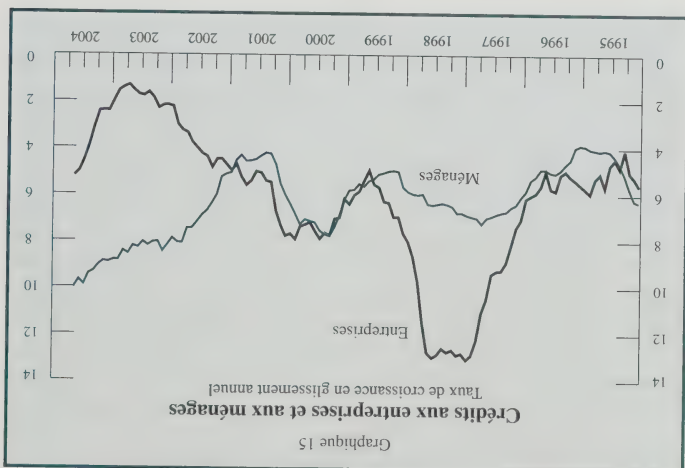
- a. Source : Banque du Canada
- b. La part de chaque pays pour 2002 est calculée d'après les PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2003.
- c. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
- d. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Un certain nombre d'inconnues planent sur ces perspectives favorables, particulièrement au-delà du premier semestre de 2005. Le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans la plupart des grandes économies sont, pour l'heure, indéterminés. Plus globalement, il est difficile de prédire comment les déséquilibres





sur la consommation dans plusieurs pays, ont donné lieu à une chute marquée des taux de rendement par rapport à leurs niveaux antérieurs. Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines se sont accentués dans l'ensemble depuis avril, en raison surtout de l'évolution des rendements aux États-Unis. Même si le dollar canadien a également enregistré des fluctuations notables au cours de la période écoulée, il s'est dans l'ensemble apprécié depuis la parution du *Rapport d'avril*, gagnant un peu plus de 7 % par rapport à son pendant américain et aux devises composant l'indice C-5 (Graphique 17). À la mi-mai, quand les perspectives de croissance aux États-Unis semblaient le plus favorables, il avait chuté à environ 71,5 cents américains. Toutefois, le dollar canadien s'est réorienté à la hausse par la suite, à la faveur d'une expansion plus faible que prévu aux États-Unis, de la plus forte progression de l'activité au Canada et d'un nouveau renchérissement des produits de base. Il s'échange actuellement à près de 80 cents américains.



de la demande de crédit. Le crédit à long terme aux entreprises a continué de croître vigoureusement, à la faveur du rythme soutenu des émissions d'actions et d'obligations sur les marchés de capitaux. Toutefois, le gros des crédits supplémentaires accordés aux entreprises semble avoir servi au financement des opérations courantes de ces dernières plutôt qu'à une augmentation de leurs investissements.

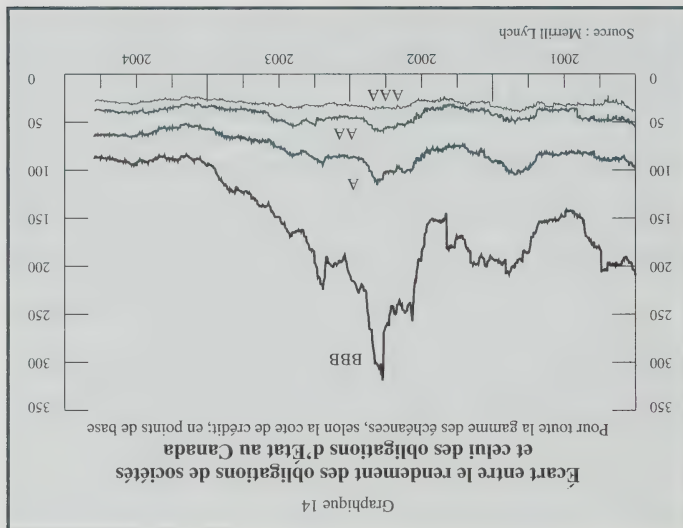
Le rythme d'accroissement du crédit aux ménages s'est accéléré, ce qui tient tant à l'évolution du crédit à la consommation qu'à celle du crédit hypothécaire à l'habitation. Cette accélération donne à penser que les bas taux d'intérêt et la croissance robuste des revenus continuent d'alimenter la consommation et les investissements dans le secteur du logement.

Les taux de rendement des obligations à court terme au Canada et aux États-Unis ont augmenté depuis la publication du *Rapport* d'avril, sous l'effet de la majoration des taux directeurs et de la perspective de nouveaux relèvements. Par contre, les taux de rendement des obligations à long terme ont décro légèrement (Graphique 16). En outre, les rendements obligataires sont généralement demeurés bien en deçà des sommets atteints en mai et en juin dernier. Leur ascension en début d'été tenait à la fois à ce qui était perçu comme le début de la phase de resserrement du cycle des taux d'intérêt aux États-Unis et à un regain d'optimisme à l'égard de la vigueur de la relance de l'activité dans ce pays et dans le monde. Mais, au cours de l'été, les craintes d'une baisse de régime de l'économie américaine, conjuguées à la flambée record des prix du pétrole et à l'effet modérateur qu'elle pourrait avoir

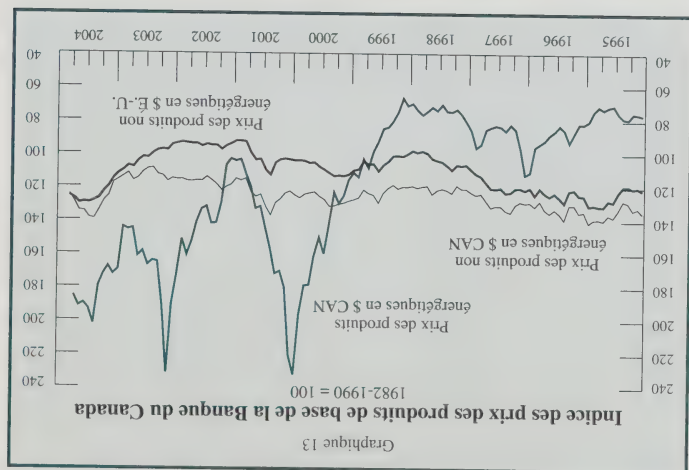
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les conditions financières au Canada ont été très favorables. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci n'ont pas beaucoup varié et se sont maintenus en deçà de leurs moyennes historiques, les préoccupa-

tions au sujet des incidences d'une hausse possible des taux d'intérêt dans l'avenir ayant été atténuées par la vigueur des bénéfices (Graphique 14). Les marchés boursiers canadiens se sont raffermis depuis avril, et leurs niveaux restent bien supérieurs à ce qu'ils étaient il y a un an. La rentabilité élevée des banques canadiennes, combinée à la concurrence accrue que les institutions financières se livrent entre elles et que leur livrent aussi les marchés de capitaux en matière de prêts aux entreprises, a contribué à rendre les modalités du crédit bancaire plus faciles.

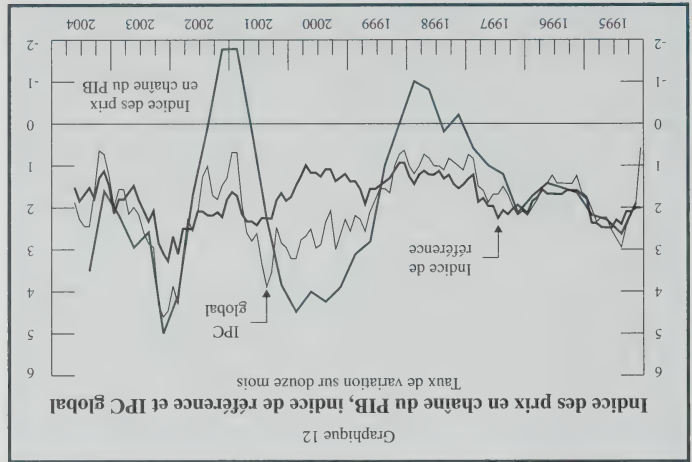


Les conditions financières favorables et l'assainissement constant des bilans des sociétés ont concouru au raffermissement de la croissance de l'ensemble du crédit aux entreprises, laquelle se rapproche de ses moyennes historiques (Graphique 15). Le crédit à court terme aux entreprises, principalement sous forme de prêts bancaires, a connu une progression très marquée ces derniers mois. Cet essor est attribuable à la réduction du coût des emprunts, à l'assouplissement des conditions de prêt et à un léger renforcement





révision à la hausse des prévisions concernant les récoltes aux États-Unis a contribué à faire fléchir les cours des céréales, tandis que le léger tassement de la demande a fait reculer les prix des produits forestiers. Par contre, les prix des métaux ont été fermes sous l'impulsion de la vigoureuse demande mondiale.



Graphique 10

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité

Taux de variation sur quatre trimestres

Revenu du travail par
heure-personne*

Coûts unitaires de
main-d'œuvre

Production par
heure-personne

* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu imputé du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : Le Quotidien de Statistique Canada

des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents⁶, semble se situer dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le dernier trimestre de 2003 (Graphique 11)⁷.

Les hausses supplémentaires substantielles (en glissement annuel) que les cours des produits de base exportés par le Canada ont enregistrées au premier semestre de 2004, à la faveur de la forte croissance de l'économie mondiale, ont largement contribué à l'accélération marquée du rythme d'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) entre le quatrième trimestre de 2003 et le deuxième trimestre de 2004 (Graphique 12). Toutefois, les cours des produits de base non énergétiques se sont inscrits quelque peu en baisse depuis le milieu de 2004 (Graphique 13). La

6. Les gains horaires moyens des employés permanents dans l'ensemble du pays semblent donner une meilleure indication du taux d'accroissement sous-jacent des salaires que la rémunération de la main-d'œuvre par heure-personne dans le secteur des entreprises, notamment parce qu'ils représentent une mesure beaucoup moins volatile. En outre, la seconde mesure a parfois fait l'objet de profondes révisions.

7. La diminution du salaire de base moyen, pour les contrats de travail négociés dans le secteur public au deuxième trimestre de 2004, est attribuable aux réductions salariales prévues dans une entente que le gouvernement de la Colombie-Britannique a conclue avec les travailleurs du secteur de la santé. La baisse du salaire de base moyen négocié dans le secteur privé en juillet 2004 résulte des ententes signées chez Air Canada, lesquelles prévoyaient des gels et certaines compressions de salaires.

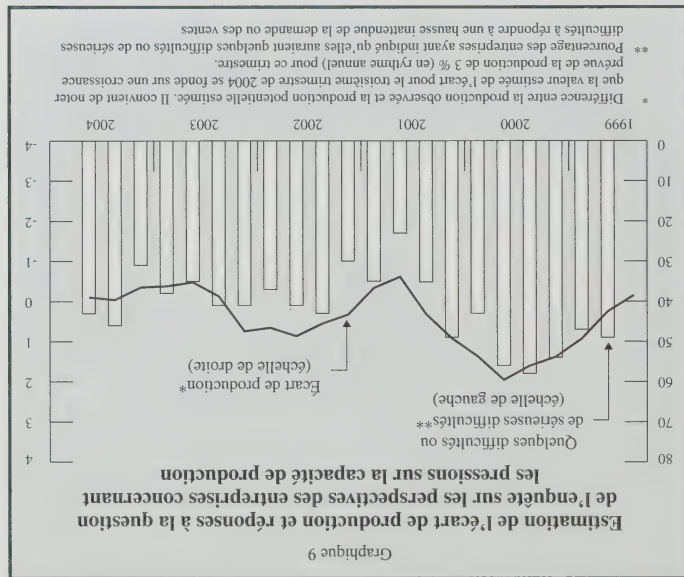
La maîtrise des coûts et les prix des extrants

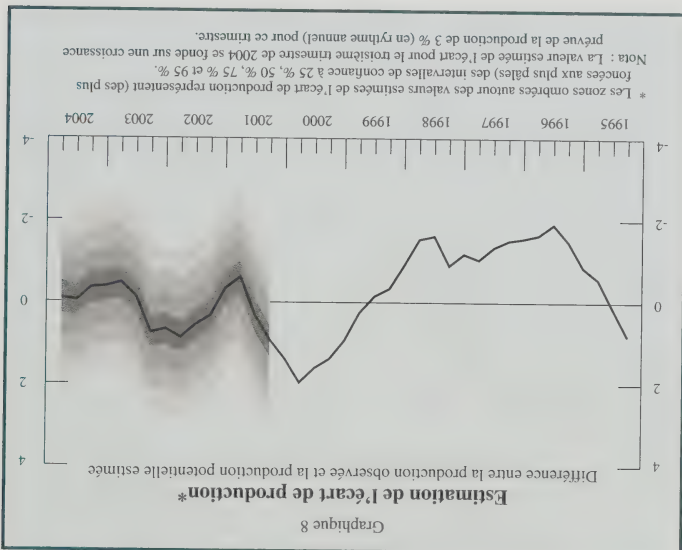
Par contre, selon d'autres indicateurs, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie serait plus importante que ne le laisse supposer la mesure de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement. Ainsi, le nombre d'heures travaillées s'inscrit en deçà de son niveau tendanciel, et les hausses salariales restent modérées. De même, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas également.

Les taux d'utilisation des capacités varient d'un secteur et d'une région à l'autre, et certains des écarts observés à ce chapitre pourraient bien s'accroître dans l'avenir en raison du processus d'ajustement aux changements survenus de par le monde. Cependant, l'offre excédentaire dans l'ensemble de l'économie canadienne est faible actuellement.

Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entre-prises étaient légèrement plus élevés au deuxième trimestre de 2004 qu'un an auparavant, et ce même si la productivité s'est peu améliorée au cours de la dernière année (Graphique 10). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur a progressé d'à peine 1 % entre le deuxième trimestre de 2003 et celui de 2004. Cependant, le taux d'augmentation sous-jacent

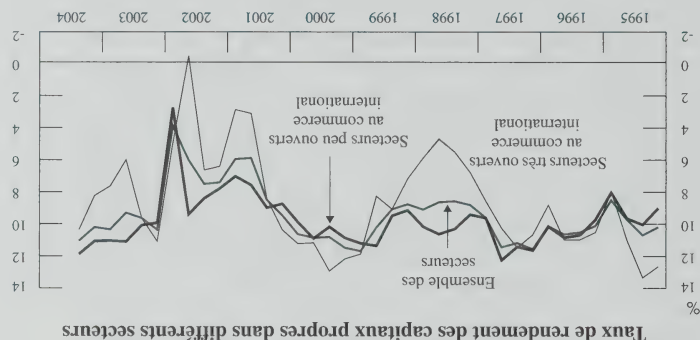
Au deuxième trimestre de 2004, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient légèrement plus élevés qu'un an plus tôt.





Selon les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, l'économie tournait d'ailleurs tout près des limites de sa capacité dès le deuxième trimestre de cette année (Graphique 8). Bien que toute estimation de l'écart de production soit toujours entourée d'un large intervalle de confiance, la Banque estime que sa mesure habituelle lui permet d'évaluer de manière équilibrée le niveau auquel l'économie fonctionne par rapport à son potentiel. Son évaluation est confirmée par la proportion de firmes ayant signalé, lors de l'enquête réalisée par la Banque à l'automne, que des pressions se faisaient sentir sur leur capacité de production (Graphique 9).

Certains indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus importantes que la mesure usuelle de la Banque ne l'indique. Par exemple, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a dépassé de beaucoup la moyenne de 2000-2003. En outre, le nombre de firmes touchées par des pénuries de main-d'œuvre a augmenté depuis l'enquête de l'été. Ces pénuries étaient généralisées dans les secteurs des ressources naturelles, du transport terrestre, des services aux entreprises et aux particuliers, de la fabrication et de la construction. Dans ce dernier cas, le manque de travailleurs est compatible avec les pressions sur la capacité qui sont très manifestes dans le marché de l'habitation depuis quelque temps.



* Y compris la fabrication de certains biens ne reposant pas sur l'emploi de produits de base
 ** Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

PIB réel par secteur			Taux de variation	
Secteur	De déc. 2002 à déc. 2003	De déc. 2003 à juil. 2004 (taux annuel)		
Ensemble des entreprises	2,7	3,5		
Secteurs très ouverts à la concurrence ou au commerce international	3,3	4,0		
Dont :				
Combustibles minéraux	2,1	0,2		
Produits de base non énergétiques et non agricoles	2,9	2,3		
Autres secteurs très ouverts*	3,8	6,5		
Secteurs peu ouverts au commerce international**	2,5	3,3		

Note technique 2

L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale :
l'évolution sectorielle au Canada¹

Depuis la fin de 2003, l'incidence de la reprise économique mondiale sur la demande de biens et de services canadiens est devenue beaucoup plus apparente. La forte relance des exportations au premier semestre de 2004 semble avoir trouvé son origine essentiellement dans l'expansion mondiale et la hausse des prix des produits de base qui l'a accompagnée. Les exportations ont aussi bénéficié d'une modification de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles ainsi que de l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs². Par conséquent, la croissance de la production des secteurs très ouverts au commerce international a vivement augmenté, en dépit de l'appréciation du dollar canadien, en particulier dans les industries de la fabrication de matériel non électrique, de produits chimiques et de produits en métal. La poursuite de la progression robuste de la demande intérieure finale au Canada au cours du premier semestre de cette année a également contribué à un nouvel essor de l'activité dans la plupart des secteurs peu ouverts à la concurrence internationale, spécialement dans les services de télécommunications et le commerce de détail.

Des fluctuations prononcées de la rentabilité parmi les secteurs ont été enregistrées au Canada depuis la fin de 2002. Bien que la rentabilité globale ait été élevée en 2003, le taux de rendement moyen des capitaux propres dans les secteurs très exposés au commerce international s'est détérioré de façon marquée entre les premier et troisième trimestres de 2003. Les entreprises des secteurs où les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) ont rapidement ressenti l'effet négatif de l'appréciation du dollar canadien sur leur rentabilité. Dès le milieu de 2004, cependant, les marges bénéficiaires dans la plupart de ces secteurs s'étaient considérablement redressées grâce à une hausse de la croissance de la production et à des substantielles augmentations des prix mondiaux des produits de base. L'accroissement de la rentabilité a été particulièrement notable dans l'industrie de l'automobile et des pièces détachées, dans celle de la chimie, des plastiques et du caoutchouc et dans la filière bois et papier.

En dépit de ces évolutions, comme de nombreuses entreprises des secteurs fortement exposés au commerce international avaient affiché une faible rentabilité durant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001, elles ont continué de procéder à des ajustements après 2003. Ainsi, l'emploi a relativement peu changé dans le secteur de la fabrication depuis la fin de l'année dernière, malgré une hausse appréciable de la production. De la même façon, l'investissement a beaucoup diminué depuis 2002 dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres matières premières).

1. Le présent encadré constitue une mise à jour de la Note technique 2 du Rapport d'avril.
2. Pour obtenir des précisions, voir la Note technique 3.

Entre décembre 2003 et juillet 2004, la croissance de la production au Canada est demeurée robuste dans les industries dont l'ouverture au commerce mondial est faible. Au cours de la même période, cependant, la vigueur de la demande de biens et de services canadiens à l'échelle du globe a aussi donné lieu à une hausse considérable de la production dans un certain nombre de secteurs fortement exposés à la concurrence internationale (Note technique 2).

Les dépenses et les intentions d'investissement des entreprises ont également subi le contrecoup des grands changements économiques qui se sont produits dans le monde. En effet, depuis 2002, la croissance des investissements des entreprises a été concentrée dans des secteurs peu exposés à la concurrence internationale, ainsi que dans des industries productrices d'énergie et d'autres matières premières. Dans les autres secteurs fortement exposés aux échanges internationaux et donc aux variations du taux de change, les dépenses d'investissement ont toutefois diminué.

Selon la livraison d'automne du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises* produit par la Banque, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes pour les douze prochains mois demeure presque aussi haut qu'à l'été, les entreprises de l'Ouest affaiblissant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada. L'optimisme envers les investissements futurs est également resté assez élevé. Les entreprises de la plupart des secteurs comptent toujours accroître leurs dépenses d'investissement, le secteur manufacturier continuant d'être l'exception.

De façon plus générale, il semble que de nombreuses entreprises canadiennes soient encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. Bien entendu, étant donné l'incertitude qui continue d'entacher les perspectives quant à la demande internationale de biens et de services canadiens, à la trajectoire probable des prix mondiaux des produits de base énergétiques et non énergétiques ainsi qu'à la nature et à l'importance des changements futurs relatifs aux devises, il demeure difficile de déterminer avec précision l'ampleur et le moment des prochains ajustements qu'effectueront les entreprises canadiennes.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux d'expansion de l'activité au pays au premier semestre de 2004 a dépassé celui qui était projeté dans le *Rapport d'avril*. Ce dynamisme, conjugué à la légère révision à la hausse des données du PIB réel pour 2003⁵, porte à croire que l'économie canadienne a regagné un niveau proche de son potentiel de production un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait dans le dernier *Rapport*.

5. Statistique Canada a révisé à la hausse le niveau estimé du taux de croissance réel pour l'année 2003, qui se situe maintenant à 2,0 %, en moyenne annuelle, contre 1,7 % initialement.

*Le raffermissement
marqué de la demande
mondiale de biens et
de services canadiens
a contrebalancé les
effets de l'appréciation
du dollar...*

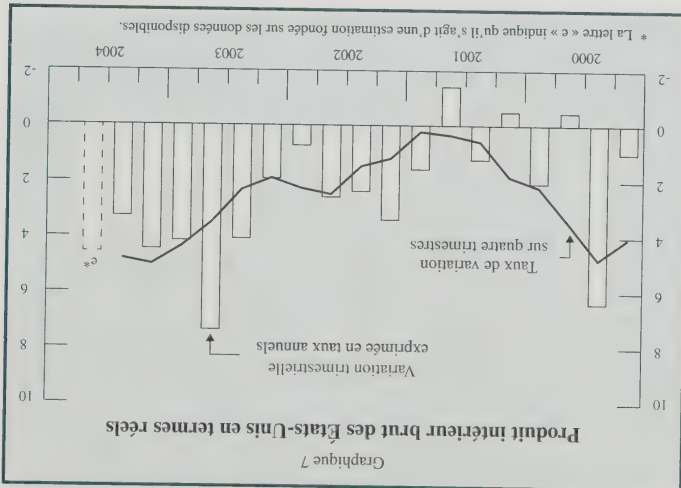
L'ajustement à la conjoncture internationale

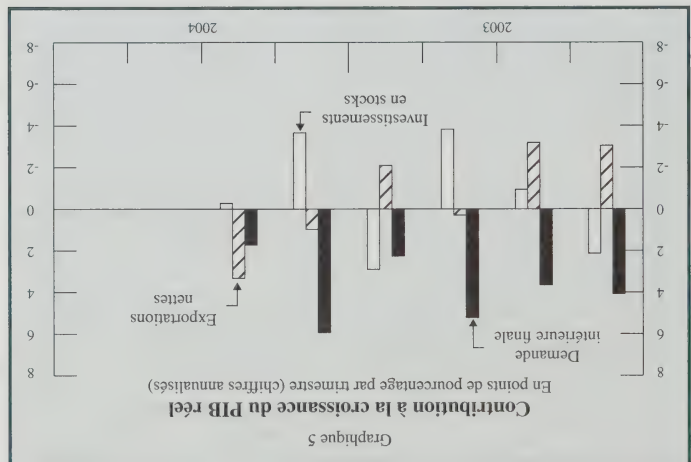
Les producteurs canadiens continuent de s'adapter aux changements survenus au sein de l'économie mondiale, notamment à la reprise marquée de l'activité à l'échelle de la planète et au renchérissment des produits de base qui l'a accompagnée; à la montée en puissance de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et aux variations prononcées du dollar américain vis-à-vis de la majorité des autres grandes monnaies, dont le dollar canadien. En se répercutant sur la demande de biens et de services canadiens, ces facteurs entraînent un déplacement de l'activité, de l'emploi et des dépenses d'investissement entre les divers secteurs de l'économie et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très exposés à la concurrence internationale apportent des modifications substantielles à leurs opérations.⁴

3. Les dépenses de consommation au troisième trimestre ont été soutenues par la vigueur étonnante des ventes d'automobiles, lesquelles ont été stimulées par les incitatifs financiers offerts par les concessionnaires. Cela comprend les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations.

4,5 % au troisième trimestre (Graphique 7).

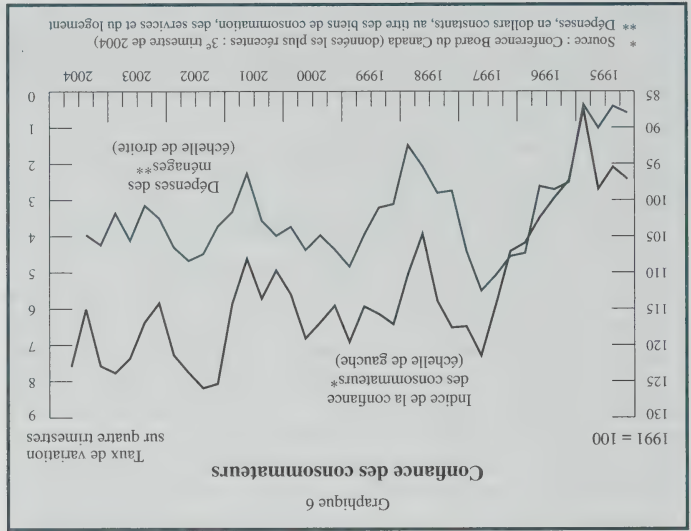
présent indiquent que le taux de croissance s'est hissé à environ quelque peu au troisième trimestre³. Les données obtenues jusqu'à le renchérissement du pétrole, mais elles devraient se raffermir des dépenses de consommation. Celles-ci ont été freinées surtout par





même si l'avance de ces dernières a été beaucoup plus modeste que celle des exportations. Comme les entreprises n'avaient sans doute pas prévu une telle augmentation des ventes, le niveau des stocks a aussi diminué.

L'expansion économique a ralenti aux États-Unis pour s'établir à 3,3 % (en chiffres annuels) au deuxième trimestre de 2004, contre 4,5 % au trimestre précédent, sous l'effet de l'accroissement moindre



Note technique 1

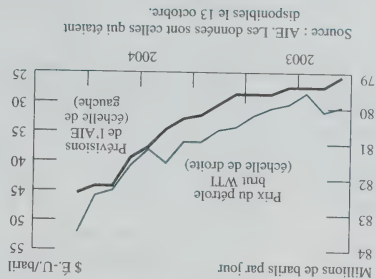
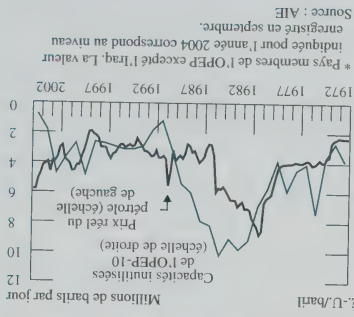
L'évolution récente des prix du pétrole

Les cours du pétrole brut ont grimpé de plus de 50 % depuis le début de l'année, atteignant un niveau record en octobre. En termes réels, ce niveau est toutefois inférieur d'environ 20 % au sommet historique enregistré au deuxième trimestre de 1981. La montée inattendue des prix mondiaux de l'or noir observée dernièrement s'explique par l'augmentation appréciable de la demande — l'expansion mondiale ayant été plus vigoureuse que prévu — ainsi que par l'accentuation de l'incertitude entourant la sécurité des approvisionnements à un moment où les capacités inutilisées à l'échelle internationale sont exceptionnellement faibles.

Les multiples révisions à la hausse apportées durant l'année aux estimations de la demande mondiale actuelle et future ont alimenté la perception d'une amplification des tensions sur les marchés pétroliers et le renchérissement qui s'en est suivi. L'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui évaluait en avril à 80,5 millions de barils par jour la demande de pétrole brut pour 2004, a depuis porté ce chiffre à 82,4 millions. La vive expansion économique en Chine et en Inde a contribué à cette forte progression.

D'après les estimations, les capacités excédentaires des pays membres de l'OPEP (à l'exception de l'Iraq), qui représentaient la seule source appréciable d'approvisionnement supplémentaire à court terme, mis à part les stocks de pétrole commerciaux, ont touché des planchers records cette année. Dans ce contexte, les menaces d'interruption des livraisons ont eu une incidence particulièrement marquée sur les prix, encourageant la constitution de stocks de précaution pour faire face aux perturbations imminentes. Les préoccupations quant à la sécurité de la production de pétrole au Moyen-Orient (notamment en Iraq), l'incertitude planant sur la production de la compagnie pétrolière louks en Russie, l'instabilité politique récente au Nigeria et les dégâts considérables causés aux installations pétrolières dans le golfe du Mexique ont concouru à la flambée des prix.

Le niveau des cours à terme du brut West Texas Intermediale (WTI) donne à penser que les prix resteront élevés dans un avenir rapproché, en raison de la demande vigoureuse, du haut taux d'utilisation des capacités ainsi que des menaces d'interruption des approvisionnements. À moyen terme, l'offre mondiale de pétrole brut devrait s'intensifier pour répondre à la demande accrue, ce qui entraînera une baisse graduelle des prix. C'est ce que laisse pressentir le niveau des cours à terme à cet horizon. Le prix des contrats à terme à l'horizon de six ans s'établit en ce moment à 38,30 \$ E.-U. le baril.

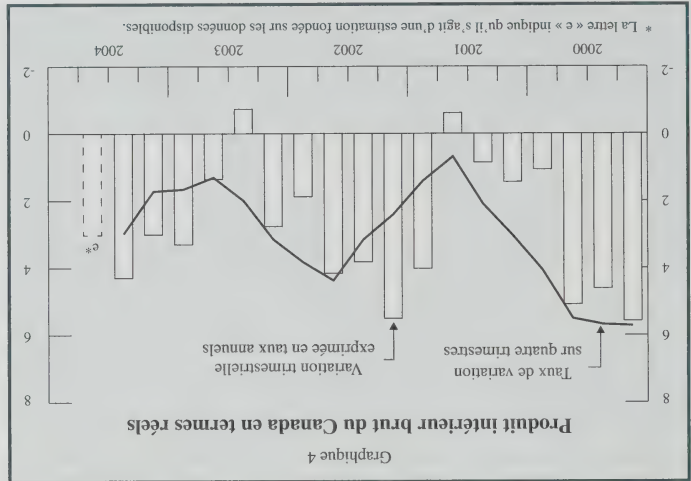
Demande mondiale de pétrole pour 2004
vs cours au comptantPrix réel du pétrole (en dollars de 1982-1990)
et capacités inutilisées de l'OPEP-10*

d'une interruption des approvisionnements dans certaines régions productrices de pétrole (Note technique 1). De fait, à l'heure actuelle, le prix de l'or noir dépasse nettement les niveaux envisagés dans les scénarios de référence présentés dans les dernières livraisons du *Rapport* et de la *Mise à jour*.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

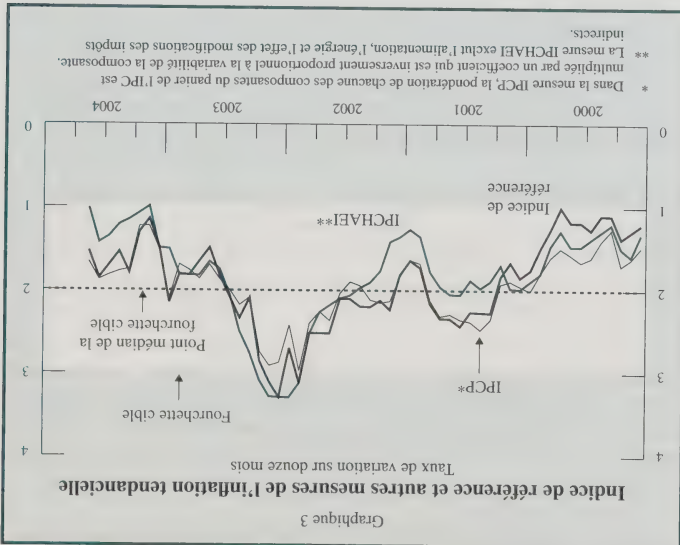
Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 3,7 % au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce que nous avions prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 4). En particulier, la hausse des exportations a été beaucoup plus marquée que nous ne l'avions anticipé. Des indicateurs récents des dépenses et de l'activité donnent à penser que la croissance avoisinait 3 % au troisième trimestre, ce qui est à peine moins que le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet.



L'essor généralisé des exportations s'explique en partie par le niveau exceptionnellement bas que celles-ci affichaient au milieu de 2003, mais aussi par la poursuite de l'expansion vigoureuse de l'activité à l'échelle mondiale. La demande intérieure finale a aussi vivement progressé, surtout au début de l'année (Graphique 5). La montée des dépenses des ménages s'est continuée à un rythme robuste, à la faveur de la détente monétaire passée et des gains plus substantiels au chapitre des revenus réels (Graphique 6). Les dépenses d'investissement des entreprises ont également bondi. Cette demande accrue a été satisfaite en partie par les importations,

... en raison de l'essor vigoureux des exportations et des dépenses des ménages.

Le taux d'accroissement de l'IPC global a vite-ment augmenté depuis février dernier.



une certaine volatilité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a progressé, entre février et août, à un rythme à peu près équivalent à celui projeté dans le *Rapport d'avril* et la *Mise à jour* de juillet. De mars à juillet, le taux d'accroissement de cet indice a été un peu plus élevé que prévu en raison d'une hausse plus vive qu'espérée des prix des véhicules automobiles. En août toutefois, il est revenu au niveau anticipé, sous l'influence de la prolongation des rabais accordés aux acheteurs d'automobiles. Par ailleurs, le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation de la viande a aussi grimpé considérablement ces derniers mois, en partie à cause d'une réduction des approvisionnements en poulet imputable à la détection de foyers de grippe aviaire dans la vallée du Fraser, en Colombie-Britannique².

La progression sur douze mois de l'IPC global se situait à 1,9 % en août, contre 0,7 % en février. Cette hausse, supérieure à celle affichée par l'indice de référence, est due dans une large mesure à l'importante majoration des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant. Le cours du pétrole brut a poursuivi sa montée depuis la mi-avril, en raison du dynamisme de la demande à l'échelle internationale et de l'accentuation de l'inquiétude face aux risques

2. Cette situation résulte en outre du redressement du prix à la consommation du bœuf par rapport au niveau anormalement bas où il s'établissait en août 2003, à la suite de l'embargo sur les exportations canadiennes de bœuf, de bœuf et de produits connexes imposé après la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine en Alberta.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Au cours des huit premiers mois de 2004, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en moyenne, soit en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'accroissement de l'IPC global a vivement augmenté, en raison notamment du niveau inattendu qu'ont atteint les cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,5 % en août (Graphique 2)¹. Les autres mesures de l'inflation tendancielles que la Banque suit étaient aussi inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

Les capacités de production excédentaires, manifestes pendant la majeure partie de 2003 et au début de 2004, ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence sous la cible au cours des huit premiers mois de l'année. Les prix des biens à forte teneur en importations ont aussi continué de fléchir durant cette période, sous l'effet d'un nouveau repli des cours mondiaux de nombreux produits de consommation et des retombées de l'appréciation passée du dollar canadien. Bien qu'ayant affiché

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée en deçà de la cible de 2 % en août.

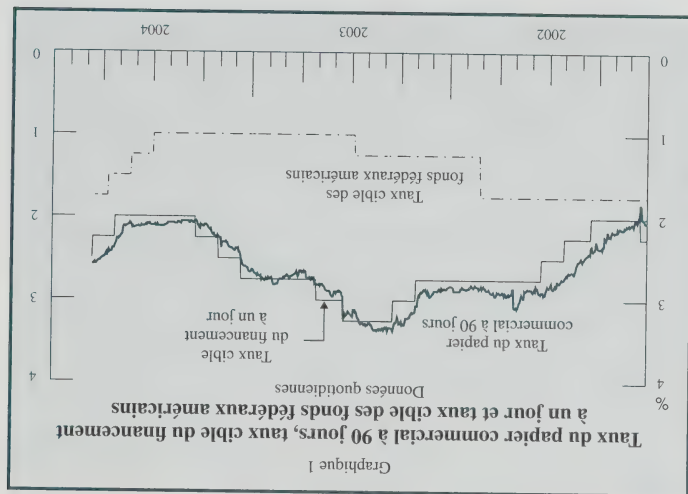


1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

croit que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % d'ici la fin de 2005.

Dans ce contexte, la Banque a décidé de réduire le degré de détente monétaire au sein de l'économie en portant le taux cible du financement à un jour à 2,25 % le 8 septembre et à 2,50 % le 19 octobre (Graphique 1). Il faudra resserrer encore la politique monétaire au fil du temps pour maintenir l'inflation au taux cible; le rythme des hausses des taux d'intérêt dépendra de l'évaluation que la Banque fera des perspectives d'évolution des facteurs qui déterminent les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et, partant, sur l'inflation.

Le comportement des exportations et des importations canadiennes revêt une importance particulière à cet égard, vu l'incertitude entourant les ajustements en cours à la conjoncture internationale, notamment aux variations des prix des produits de base et des taux de change. Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale touchent principalement à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie orientale et au climat géopolitique.



1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, dont la reprise marquée de l'activité économique mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base; la montée en puissance, à l'échelle du globe, de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et le réalignement des devises, y compris du dollar canadien. La politique monétaire que mène le Canada facilite ce processus d'ajustement en s'attachant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Au début de l'année, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait en deçà du taux visé et que l'économie affichait une offre excédentaire, la Banque a abaissé à 2 % le taux cible du financement à un jour afin de soutenir la croissance de la demande intérieure. Compte tenu de l'appréciation du dollar canadien en 2003, la Banque ne s'attendait pas à ce que les exportations nettes (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) alimentent la demande globale de façon notable en 2004 et 2005. Mais au premier semestre de cette année, les exportations ont progressé beaucoup plus rapidement que prévu. L'économie canadienne s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus tôt qu'on ne l'avait escompté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de ce dernier parue en juillet.

L'évolution récente a renforcé la nécessité pour l'économie canadienne de continuer à procéder à des ajustements. Principalement sous l'effet de la vigueur de la demande mondiale, les cours du pétrole ont largement dépassé les niveaux envisagés par la Banque dans ses projections antérieures. Les prix des produits de base non énergétiques sont élevés, et le dollar canadien s'est encore raffermi, ce qui accentue la pression sur les secteurs très exposés à la concurrence étrangère.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2006, le taux d'accroissement de la demande globale de produits et services canadiens avoisinera en moyenne celui de la production potentielle, estimé à 3 %. Étant donné les effets du renchérissement du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, elle s'attend à ce que la croissance soit légèrement inférieure à 3 % en 2005 et excède quelque peu ce niveau en 2006. Comme l'économie tournera vraisemblablement près des limites de sa capacité durant toute la période de projection, la Banque

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 19 octobre 2004.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du <i>Rapport d'avril</i>	8 juin — aucune modification	20 juillet — aucune modification	8 septembre — hausse de 25 points de base à 2,25 %	19 octobre — hausse de 25 points de base à 2,50 %
--	---------------------------------	-------------------------------------	--	---

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
 Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 21

4. Les perspectives 25

La conjoncture internationale 25

La demande et l'offre globales au Canada .. 27

Les mesures des attentes relatives

à l'inflation 32

Les autres facteurs qui influent

sur l'inflation 32

L'incidence de l'expansion monétaire 32

Les prévisions relatives à l'inflation 34

Bibliographie 36

Annexe :
 La tenue de l'inflation depuis mai 2001 37

Notes techniques

1. L'évolution récente des prix

du pétrole 10

2. L'ajustement aux modifications de

la conjoncture internationale :

l'évolution sectorielle au Canada 14

3. La dynamique des exportations

et des importations 28

Nous pouvons être certains que [de] puissantes forces économiques internationales [...] se feront encore sentir dans l'avenir. Cette évolution amènera dans son sillage des défis à relever, mais aussi des occasions à saisir.

À la Banque du Canada, nous continuerons à surveiller ces forces de près et à évaluer les répercussions qu'elles ont au pays et à l'étranger. Nous contribuerons par le fait même à la prospérité économique future du Canada, en maintenant l'inflation à un niveau bas et stable.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
20 septembre 2004*

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Mark Carney.*

— Octobre 2004 —

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

BANQUE DU CANADA

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'impact de la modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001. Jorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelée *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2004

BANQUE DU CANADA



MONETARY POLICY REPORT

- October 2004 -

Summary

Overview

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include a marked recovery in world economic growth and an associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies, such as China and India; and a realignment of world currencies, including the Canadian dollar. Canadian monetary policy is facilitating the adjustment by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

Early in the year, with core inflation below target and excess supply in the economy, the Bank lowered its target for the overnight interest rate to 2 per cent to support growth in domestic demand. Given the appreciation of the Canadian dollar in 2003, the Bank did not expect net exports (the difference between exports and imports) to make a material contribution to growth in aggregate demand in 2004 and 2005. But, in fact, in the first half of this year, exports grew much more vigorously than anticipated. As a result, the Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected in either the April *Monetary Policy Report* or the July *Update*.

Recent developments have reinforced the continuing need for economic

adjustments in Canada. Largely reflecting the strength of global demand, world oil prices have risen well above the Bank's earlier assumptions. The prices of non-energy commodities are at high levels, and the Canadian dollar has strengthened further, which places additional pressure on some sectors that are highly exposed to international trade.



Highlights

- The Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected.
- The Canadian economy is projected to remain near its production capacity through to the end of 2006—growing by slightly less than 3 per cent in 2005 and by slightly more than 3 per cent in 2006.
- Core inflation is projected to move up to 2 per cent by the end of 2005.
- This base-case projection assumes further reduction of monetary stimulus over time to keep the economy near its production capacity and achieve the inflation target.
- There are significant risks and uncertainties around this base case related to the adjustment to global developments.

Over the period to the end of 2006, the Bank's base-case projection is for aggregate demand for Canadian goods and services to expand, on average, at about the same rate as potential output, which is estimated at 3 per cent. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006.

With the economy expected to remain near its production capacity throughout the projection period, core inflation is projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank moved to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight rate to 2.25 per cent on 8 September and to 2.50 per cent on 19 October. Further reduction of monetary stimulus will be required over time to keep inflation on target, with the pace of interest rate increases depending on the Bank's continuing assessment of the prospects for factors that affect pressures on capacity and, hence, inflation.

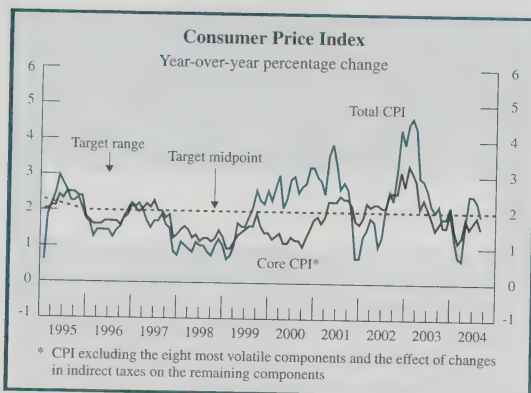
The outlook for Canadian exports and imports is of particular significance in this respect, given the uncertainty associated with the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in commodity prices and exchange rates. The risks surrounding global economic prospects relate primarily to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account imbalances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.

Recent Developments

Canada's real GDP grew at an annual rate of 3.7 per cent in the first half of 2004. This was stronger than projected in the *April Report*. A key component of this growth was a surge in exports. This reflected the strengthening of global demand and a recovery from the unusually low level of exports seen in 2003. Household spending also grew vigorously, and business capital spending rose substantially. Recent indicators suggest that the economy grew at an annual rate of about 3 per cent in the third quarter of 2004.

Canadian firms have continued to adjust to developments in the global economy. There have been changes in the activity, employment, and capital spending plans of many companies, particularly those highly exposed to international competition. This adjustment process is still underway. Nonetheless, the Bank's autumn *Business Outlook Survey* suggests that, overall, Canadian firms have remained confident about their sales prospects, with firms in the West significantly more optimistic than those in Central and Eastern Canada. Investment intentions remain fairly high in most sectors, with manufacturing continuing to be an exception.

The Canadian dollar has exhibited significant movements since the *April Report* and is currently about 7 per cent stronger against the U.S. dollar than it was then. Some of the factors contributing to the appreciation of the Canadian dollar during this period include faster-than-expected economic growth in Canada, slower-than-expected growth in the United States, and firm prices for many commodities.



With stronger growth in the first half of 2004 and with some upward revisions to GDP data for 2003, the Bank's conventional measure of the output gap suggests that the Canadian economy had moved up near its production capacity by the middle of this year—earlier than had been anticipated in the last *Report*.

There is a wide confidence band around this measure. While some indicators are pointing to greater pressure on capacity, others suggest that there may be more economic slack than implied by the conventional measure. Overall, the Bank judges that this measure is giving a balanced view of how close the economy is to its production capacity.

Capacity utilization varies across industries and regions, and some of these differences may well become more pronounced in the future as a result of the ongoing adjustment process. However, there is currently little excess supply in the Canadian economy as a whole.

The excess supply in the economy in 2003 and early 2004 contributed to keeping the core rate of inflation below target through the first eight months of this year. In August, core inflation was 1.5 per cent, broadly in line with expectations set out in the April *Report*.

Total consumer price inflation rose sharply above core CPI, mainly because of higher prices for gasoline and fuel oil. These, in turn, reflect movements in the world price of crude oil, which has risen well above the levels projected in either the April *Report* or the July *Update*, because of strong global demand and concerns about supply disruptions.

Prospects for Growth and Inflation

The global economy performed better than expected in the first half of 2004, and prospects remain positive as we look ahead. However, the recent sharp increase in oil prices is expected to dampen world economic growth. Assuming that oil prices average about US\$50 per barrel next year and US\$44 per barrel in 2006, as suggested by prices in futures markets, the Bank's base-case projection calls for U.S. economic growth to moderate from about 4 1/2 per cent in 2004 to about 3 3/4 per cent in 2005, before rising to around 4 per cent in 2006.

The U.S.-dollar prices of non-energy commodities are expected to remain at a relatively high level over the next two years as a result of the global economic expansion, but they are likely to ease over time as new sources of supply are developed.

There are risks to the Bank's base-case projection for the global economy. For 2005, there are both upside and downside risks to growth in the United States and China. As we look further ahead, the main uncertainties relate to the resolution of global imbalances, notably the current account imbalances in the United States and Asia, and to the timing and extent of fiscal consolidation in many industrial countries.

For Canada, the base-case outlook is for continued, though more moderate, expansion of exports. Ongoing strong growth in final domestic demand is expected to help support a solid economic expansion through 2006. Business investment is projected to strengthen further, and gains in real incomes should support consumer spending. Housing investment is expected to stabilize at current high levels. Import growth is likely to pick up, reflecting strong domestic demand and the continued adjustment to the appreciation of the Canadian dollar. However, given the various forces at play in the global economy, there are risks around our projections for imports and exports, and for business investment.

The aggregate impact of higher oil prices on the Canadian economy is expected to be slightly positive over the medium term, since the associated reduction in manufacturing exports and consumer spending should be offset by increased output and capital investment by energy-producing firms. But given the time necessary for regulatory approval in many cases, and the potential for shortages of materials and labour, the positive impact of higher oil prices on energy-producing firms is likely to be limited in the short term. Thus, the Bank projects that high oil prices will be a small net drag on the economy in 2005.

Overall, the Bank expects the Canadian economy to grow, on average, at the 3 per cent annual growth rate of potential through to the end of 2006. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006. This base-case scenario assumes further reduction of monetary stimulus over time to keep the economy near its production potential and achieve the inflation target.

With the economy operating near potential over the projection period, we expect core inflation to move up from about 1 1/2 per cent in the fourth quarter of 2004 to the 2 per cent target by the end of 2005 and to stay there through 2006. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to exert slight downward pressure on core inflation through 2005.

Movements in crude oil prices will continue to dominate the outlook for total CPI inflation. Based on the assumption that prices will follow the path currently embedded in oil futures, the Bank projects that total inflation will rise to the top of the 1 to 3 per cent target range in the first half of 2005, before falling slightly below core inflation in early 2006.

This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 19 October 2004.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: <http://www.bankofcanada.ca>

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

de la demande à l'échelle internationale et des craintes d'une interruption des approvisionnements.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

La tenue de l'économie mondiale a été meilleure que prévu au premier se-

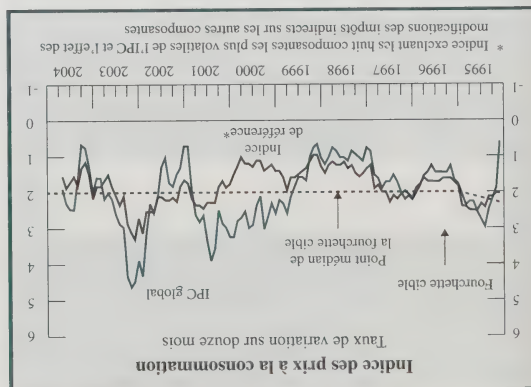
miestre de 2004, et les perspectives à cet égard demeurent positives. Cependant, le renchérissement considérable de l'or noir observé récemment devrait limiter la croissance à l'échelle du globe. En supposant que le cours du baril de pétrole se situera en moyenne à environ 50 dollars E.-U. l'an prochain et à 44 dollars E.-U. en 2006 — comme les prix des contrats à terme le laissent présager —, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que l'expansion de l'économie américaine ralentisse, passant de 4 1/2 % approximativement en 2004 à quelque 3 3/4 % l'an prochain, avant de remonter aux alentours de 4 % en 2006.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques vont sans doute rester relativement élevés du-

rant les deux prochaines années compte tenu de l'essor projeté de l'économie mondiale, mais ils devraient reculer un peu avec l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement.

Certains incertitudes entourent les prévisions de la Banque relatives à l'économie mondiale. Des risques, aussi bien la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les perspectives de croissance des économies américaine et chinoise pour 2005. À plus long terme, les principales incertitudes concernent la façon dont les déséquilibres internationaux seront corrigés, notamment ceux de la balance courante aux États-Unis et en Asie, ainsi que le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans de nombreux pays industrialisés.

Pour ce qui est du Canada, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que les exportations continuent à progresser, quoique moins rapidement. La poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale devrait contribuer à une expansion robuste de l'activité jusqu'à la fin de 2006. Les investissements des entreprises devraient augmenter



teurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus intenses que la mesure usuelle de la Banque ne le laisse supposer, selon d'autres, la marge de capacités inutilisées serait plus grande que cette mesure ne semble le montrer. De façon générale, la Banque estime que sa mesure habituelle trace un portrait équilibré du taux d'utilisation des capacités au sein de l'économie.

Les taux d'utilisation des capacités varient d'un secteur et d'une région à l'autre, et certains des écarts observés à ce chapitre pourraient bien s'accroître dans l'avenir en raison du processus d'ajustement en cours. Cependant, à l'échelle de l'économie, l'offre excédentaire est actuellement faible.

Les capacités inutilisées présentes dans l'appareil de production en 2003 et au début de 2004 ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de la cible durant les huit premiers mois de cette année. Le taux d'accroissement de cet indice s'est établi à 1,5 % en août, un chiffre en gros conforme à celui que la Banque anticipait dans le

Rapport d'avril. Le rythme de progression de l'IPC global a largement dépassé celui de l'indice de référence, à cause surtout de la hausse des prix de l'essence et du mazout consécutifs à la montée des cours mondiaux du pétrole brut. Ces derniers ont excédé de beaucoup les niveaux envisagés dans le Rapport d'avril ou la Mise à jour de juillet, sous l'effet du dynamisme

à la suite du renforcement de la demande mondiale et de leur remontée par rapport au niveau inhabituellement bas où elles étaient tombées en 2003. La dépense des ménages a également fait montre d'une grande vigueur, et les dépenses d'investissement des entreprises ont bondi. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance a avoisiné 3 % en rythme annuel au troisième trimestre de 2004.

Les entreprises canadiennes sont encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. De nombreuses entreprises, en particulier celles qui sont très exposées à la concurrence internationale, sont en train de modifier leurs niveaux d'activité et d'emploi ainsi que leurs projets d'investissement. Ce processus d'ajustement n'est pas terminé. Néanmoins, les résultats — parus dernièrement — de l'enquête que la Banque a menée à l'automne sur les perspectives des entreprises laissent croire que, dans l'ensemble, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes demeure élevé, les entreprises de l'Ouest affichant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada.

Les intentions d'investissement restent relativement fermes dans la plupart des secteurs, mais le secteur manufacturier continue de faire exception.

Le dollar canadien a enregistré des fluctuations importantes depuis la publication du *Rapport* d'avril et a gagné environ 7 % par rapport à son pendant américain. Parmi les facteurs ayant contribué à l'appréciation du dollar canadien durant cette période, mentionnons la progression plus forte que prévu de l'activité au pays, l'expansion moins vigoureuse qu'escompté aux États-Unis et la fermeté des prix de nombreux produits de base.

Compte tenu de l'accélération de la croissance au premier semestre de 2004 et des légères révisions à la hausse apportées aux données du PIB pour 2003, la mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise habituellement porte à croire que l'économie canadienne s'est rapprochée des limites de sa capacité dès le milieu de l'année, soit plus tôt qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

Cette mesure est entourée d'un large intervalle de confiance. Si certains indica-

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2006, le taux d'accroissement de la demande globale de produits et services canadiens avoisinera en moyenne celui de la production potentielle, estimé à 3 %. Étant donné les effets du renchérissement du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, elle s'attend à ce que la croissance soit légèrement inférieure à 3 % en 2005 et excède quelque peu ce niveau en 2006.

Comme l'économie tournera vraisemblablement près des limites de sa capacité durant toute la période de projection, la Banque croit que l'inflation mesurée par l'indice de référence remon-

tera à 2 % d'ici la fin de 2005.

Dans ce contexte, la Banque a décidé de réduire le degré de détente monétaire au sein de l'économie en portant le taux cible du financement à un jour à 2,25 % le 8 septembre et à 2,50 % le 19 octobre. Il faudra resserrer encore la politique monétaire au fil du temps pour maintenir l'inflation au taux cible; le rythme des hausses des taux d'intérêt dépendra de l'évaluation que la Banque fera des perspectives d'évolution des facteurs qui déterminent les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et, partant, sur l'inflation.

Le comportement des exportations et des importations canadiennes revêt une importance particulière à cet égard, vu l'incertitude entourant les ajustements en cours à la conjoncture internationale, notamment aux variations des prix des produits de base et des taux de change. Les risques que l'économie mondiale tout entière présente sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale tout entière, au rythme de l'expansion des prix du pétrole, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie orientale et au climat géopolitique.

L'évolution récente

Le PIB réel du Canada a progressé de 3,7 % en chiffres annuels au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. L'un des moteurs de cette croissance a été le vif essor qu'ont connu les exportations

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, dont la reprise marquée de l'activité économique mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base; la montée en puissance, à l'échelle du globe, de grands pays à marche émergente tels que la Chine et l'Inde; et le réaligement des devises, y compris du dollar canadien. La politique monétaire que mène le Canada facilite ce processus d'ajustement en s'attachant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Au début de l'année, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait en deçà du taux visé et que l'économie affichait une offre excédentaire, la Banque a abaissé à 2 % le taux cible du financement à un jour afin de soutenir la croissance de la demande intérieure. Compte tenu de l'appréciation du dollar canadien en 2003, la Banque ne s'attendait pas à ce que les exportations nettes (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) alimentent la demande globale de façon notable en 2004 et 2005. Mais au premier semestre de cette année, les exportations ont progressé beaucoup plus rapidement que prévu. L'économie canadienne s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus tôt qu'on ne l'avait escompté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de ce dernier parue en juillet.

L'évolution récente a renforcé la nécessité pour l'économie canadienne de continuer à procéder à des ajustements. Principalement sous l'effet de la vigueur

de la demande mondiale, les cours du pétrole ont largement dépassé les niveaux envisagés par la Banque dans ses projections antérieures. Les prix des produits de base non énergétiques sont élevés, et le dollar canadien s'est encore raffermi, ce qui accentue la pression sur les secteurs très exposés à la concurrence étrangère.

Faits saillants

- L'économie canadienne s'est rapprochée de son potentiel de production plus tôt que prévu.
- Elle devrait continuer à tourner près des limites de sa capacité d'ici la fin de 2006 et connaître une croissance légèrement inférieure à 3 % en 2005 et un peu supérieure à ce chiffre en 2006.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2005.
- Ce scénario suppose de nouvelles réductions du degré de détente monétaire au fil du temps pour permettre à l'économie de fonctionner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.
- Ces prévisions sont entachées de risques et d'incertitudes appréciables concernant les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale.

